

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL  
PERÚ FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES**



**Gestión de Activos Soberanos: diagnóstico y propuesta de mejora**

**Informe Profesional para optar por el Título de Licenciado en Economía**

**AUTOR**

Luis Miguel Cubas Huallpa

**ASESOR**

Sr. José Tavera

**Junio, 2015**

## ÍNDICE

1. Introducción
2. Objetivo del Informe Profesional
3. Gestión de caja
  - 3.1. Gestión tradicional de caja versus la gestión moderna
  - 3.2. Gestión de caja: México versus Perú
  - 3.3. Conclusiones
  - 3.4. Recomendaciones
4. Gestión de Fondos Soberanos
  - 4.1. Objetivo, estructura y características de los fondos soberanos
  - 4.2. Gestión de fondos soberanos de Chile y Colombia versus Perú
    - Fondo de Estabilización Económico y Social de Chile
    - Fondo de Ahorro y Estabilización de Colombia
    - Fondo de Estabilización Fiscal de Perú
  - 4.3. Conclusiones
  - 4.4. Recomendaciones
5. Bibliografía

## 1. INTRODUCCIÓN

El Perú ha mostrado un desempeño positivo en los últimos años, explicado principalmente por el ciclo alcista de las materias primas que, junto con la disciplina macroeconómica y el importante flujo de capitales de largo plazo, permitieron mantener un crecimiento promedio del PBI de 6,4%<sup>1</sup> en los últimos 10 años.

Es así que los resultados fiscales generados permitieron acumular recursos que progresivamente incrementaron el saldo de los activos financieros administrados por el Tesoro Público, los cuales al cierre del 2013 representaron alrededor de 10,8% del PBI. Además, se produjo una disminución de los niveles de deuda del Gobierno respecto al PBI pasando de 34% en el 2004 a 19% en el 2013.

Cuadro N° 01  
Cifras e indicadores

Año	PBI (Var % anual)	Resultado económico 1/ (% PBI)	Deuda GC (% PBI)	Deuda MN respecto de deuda total GC (% Part)
2004	5.0%	-1.1%	34%	1.5%
2005	6.3%	-0.4%	33%	11.5%
2006	7.5%	2.5%	29%	14.1%
2007	8.5%	3.1%	26%	26.7%
2008	9.1%	2.5%	24%	27.4%
2009	1.0%	-1.4%	24%	29.5%
2010	8.5%	-0.2%	23%	36.9%
2011	6.5%	2.0%	21%	38.7%
2012	6.0%	2.3%	20%	42.4%
2013	5.8%	0.9%	19%	45.7%

1/ Resultado económico del Sector Público No Financiero  
Fuente: BCRP – MEF Perú

En ese nuevo contexto, el país no solamente debía realizar una gestión financiera eficiente y un manejo activo de la deuda pública sino también de los

<sup>1</sup> Crecimiento promedio del PBI real de los últimos 10 años (2004 -2013) extraído de las estadísticas del BCRP

excedentes temporales de liquidez y los fondos de largo plazo (Fondo de Estabilización Fiscal<sup>2</sup>), producto del ahorro generado por el establecimiento de las reglas fiscales hasta el momento en que dichos recursos deban ser utilizados. El ahorro generado, le permitía al Perú, i) contar con reservas que garanticen el pago de la deuda pública, pasando a una etapa en la que la deuda pública neta<sup>3</sup> se convertía en un factor relevante para el análisis; y ii) en teoría, mantener estable el gasto público presupuestado cuando se requiriese actuar de forma contracíclica.

Así, en el 2011 la Dirección Nacional de Tesoro Público, encargada de la gestión financiera de los recursos públicos (gestión de caja y gestión de las inversiones financieras de mayor plazo) y la Dirección Nacional de Endeudamiento Público, encargada de la gestión de la deuda pública, fueron unificadas, convirtiéndose en la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público iniciándose una serie de cambios con el objetivo de realizar una gestión financiera conjunta y más activa del endeudamiento y de los ahorros que mantuviera el país, una gestión global de activos y pasivos soberanos.

El presente Informe Profesional se basa en la participación del autor en el proceso de implementación del modelo de gestión de activos y pasivos soberanos, enfocándose en las mejoras recomendadas para lograr una gestión moderna de activos soberanos, como parte del Proyecto de Modernización de las Finanzas Públicas de la República del Perú.

Los activos financieros soberanos se conforman principalmente de las reservas de efectivo, los fondos soberanos y los préstamos otorgados a otras agencias gubernamentales, cada uno de estos componentes tiene características específicas que determinan la forma en que deben ser gestionados.

Así, la gestión de caja (reservas de efectivo) y la gestión de fondos soberanos que desarrolle un país termina siendo un factor relevante en el incremento de su riqueza en el largo plazo.

La gestión de caja y de fondos soberanos, principales componentes de los activos del balance del Gobierno, ha ido evolucionando en el tiempo, teniendo en cuenta todas las complejidades que genera la gestión de dichos recursos al interrelacionarse con las decisiones de política monetaria, fiscal y el desarrollo del sistema financiero.

La visión moderna de la gestión de caja y de fondos soberanos ha sido implementada desde hace ya mucho tiempo por países desarrollados como son Nueva Zelanda, Turquía, Sudáfrica, Inglaterra y Canadá; y en la región, Chile,

---

<sup>2</sup> Fondo Soberanos del Perú para afrontar situaciones de crisis fiscales.

<sup>3</sup> Diferencia entre los pasivos financieros y los activos financieros soberanos

México y Colombia han mostrado avances importantes. Estos países han pasado de una gestión tradicional de sus activos en la que el objetivo principal era asegurar los pagos del gobierno a una gestión moderna cuyo nuevo objetivo incluye tener en cuenta el valor del dinero en el tiempo, tal como lo hacen las instituciones privadas sin dejar de lado la seguridad en los pagos del gobierno.

La razón principal por la que esta gestión moderna no ha sido implementada aún por la mayoría de países es, entre otras cosas, porque implica un nivel de integración, coordinación y funcionamiento eficiente entre la contabilidad, el presupuesto y la tesorería; lo que implica el manejo de información útil, periódica y en base a estándares internacionales que permitan realizar una gestión de los activos en el sector financiero privado.

El objetivo del Informe es presentar el diagnóstico realizado acerca de la gestión de activos financieros (conformado por las reservas de liquidez y los fondos soberanos, principalmente) y las brechas que existen respecto a las mejores prácticas internacionales establecidas por instituciones de gran prestigio a nivel global (FMI, Banco Mundial, etc.), los países paradigma en la gestión de activos y países de la región que muestran un mayor desarrollo, principalmente México, Chile y Colombia.

Para lograr este objetivo la situación del Perú se compara con las mejores prácticas en gestión de caja y gestión de fondos soberanos y para contar con referencias razonables de comparación se analiza la situación de la gestión de caja y la gestión de fondos soberanos de países de la región que han logrado un importante desarrollo.

Es importante mencionar que los países elegidos para la comparación no solamente responden a su gran desarrollo sino también a que la coyuntura actual así lo amerita teniendo en cuenta que Chile, México y Colombia tiene una calificación de riesgo soberano similar a la de Perú, que además forman parte de la Alianza del Pacífico y son países miembros de la OCDE o en camino a serlo.

El Informe está dividido de la siguiente forma: una primera gran parte en la que se desarrolla la gestión de caja, en la que se analizará la gestión de caja tradicional y la gestión de caja moderna, tomando como principal referencia los análisis realizados por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional; luego se analizará la situación de la gestión de caja de México que servirá de referencia para que, luego de analizar la situación de Perú, se puedan sacar conclusiones respecto de los cambios que se deben realizar no solamente comparándonos con las mejores prácticas que aluden a países muy avanzados sino también con un país de la región con similar calificación de riesgo; a partir de este análisis se presentan recomendaciones de mejora.

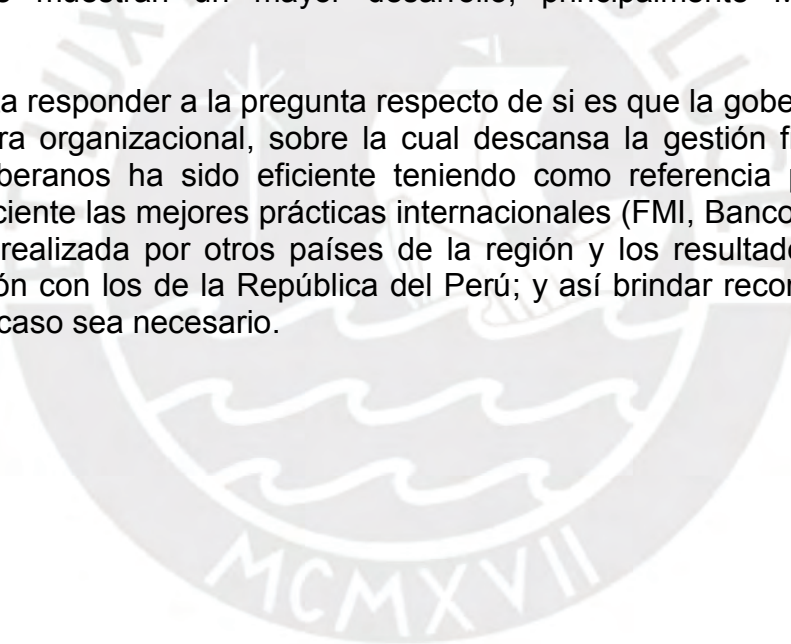
En la segunda parte se desarrolla la gestión de fondos soberanos, del mismo modo que en la primera, se realiza un análisis de las principales recomendaciones de gestión de fondos soberanos, teniendo como referencia las revisiones del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional; luego se analizan la situación de la gestión del Fondo Económico y Social de Chile (FEES) y el Fondo de Ahorro y Estabilización de Colombia (FAE) de modo que sirvan de marco de referencia respecto de la gestión del Fondo de Estabilización Fiscal del Perú (FEF); a partir de este análisis se derivan las conclusiones y recomendaciones de mejora presentadas.



## 2. OBJETIVO DEL INFORME PROFESIONAL

El presente Informe tiene como objetivo presentar el diagnóstico de la gestión financiera y la gobernanza de los activos financieros soberanos (conformado por las reservas de liquidez y los fondos soberanos, principalmente) del Perú y las brechas que existen respecto a las mejores prácticas internacionales establecidas por instituciones de gran prestigio a nivel global (FMI, Banco Mundial, etc.), los países paradigma en la gestión de activos y países de la región que muestran un mayor desarrollo, principalmente México, Chile y Colombia.

Intenta responder a la pregunta respecto de si es que la gobernanza, es decir la estructura organizacional, sobre la cual descansa la gestión financiera de los activos soberanos ha sido eficiente teniendo como referencia para lograr una gestión eficiente las mejores prácticas internacionales (FMI, Banco Mundial, etc.) y la gestión realizada por otros países de la región y los resultados obtenidos en comparación con los de la República del Perú; y así brindar recomendaciones de mejora en caso sea necesario.





### 3. GESTIÓN DE CAJA

La gestión de caja (enfocada en el sector gubernamental) ha sido definida por diferentes autores, de acuerdo a una revisión realizada por el FMI<sup>4</sup> el factor común encontrado en las definiciones dadas es el valor del dinero del gobierno en el tiempo.

Williams (2004) define la gestión de caja como “la estrategia y los procesos conexos para gestionar de una manera efectiva en términos de costos los flujos y saldos de caja del gobierno a corto plazo, tanto del Sector Público como entre éste y los demás sectores”.

Asimismo Storkey (2003) considera que “la gestión de caja consiste en disponer, en el lugar y el momento correctos, de la cantidad adecuada de dinero para cubrir las obligaciones del gobierno con la máxima eficacia en función de los costos”

De acuerdo al Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas (MEFP)<sup>5</sup> la caja o el saldo disponible del gobierno se conforma de los billetes, monedas y depósitos a la vista que las unidades institucionales del gobierno mantienen en un banco u otra institución financiera.

La importancia de la gestión de caja radica en la necesidad de administrar los recursos existentes y los nuevos ingresos luego de que se realiza el presupuesto anual teniendo en cuenta que existe una brecha temporal entre el momento en que los recursos se gastan y las fechas en que se generan los ingresos durante el año. Un ejemplo claro es el pago del impuesto a la renta en el Perú que se realiza en el mes de marzo de cada año generando excedentes temporales de liquidez que se mantienen hasta el momento en que dichos recursos son gastados, de acuerdo a las proyecciones que se tengan, deberán ser gestionados (invertidos) hasta el momento de su uso.

---

<sup>4</sup> Lienert (2009)

<sup>5</sup> Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001 del Fondo Monetario Internacional (FMI).



### 3.1. Gestión tradicional de caja versus la gestión de caja moderna

Se ha podido observar en el análisis realizado que los objetivos de la gestión de caja tradicional y la gestión de caja moderna se diferencian claramente, esto se resume en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 02  
Cuadro comparativo

	Gestión tradicional	Gestión Moderna
Objetivos	Cumplir con los pagos del sector gubernamental.	Garantizar los pagos programados.
		Obtener préstamos tan solo cuando sea necesario.
		Maximizar el rendimiento de los saldos de caja inactivos.
		Gestionar los riesgos.

Elaboración propia

De acuerdo a Lienert (2009), la gestión de caja moderna deja de tener como único objetivo concentrarse en cumplir con los pagos del sector gubernamental y pasa a tener cuatro objetivos principales i) garantizar los pagos programados del sector gubernamental, facilitando esta tarea con la creación de la CUT que consolida los ingresos del gobierno, ii) recurrir a financiamiento solamente cuando sea necesario y así disminuir los costos del endeudamiento público, iii) maximizar el rendimiento de los saldos de caja inactivos del gobierno a través de disminuir los depósitos no remunerados en el Banco Central o en la banca comercial y iv) monitorear, medir y gestionar los riesgos financieros a los que se expone la caja del gobierno realizando una gestión activa.

Respecto a las características propias de cada tipo de gestión, las cuales se resumen en el siguiente cuadro, se ha podido establecer lo siguiente:

Cuadro N° 03  
Cuadro comparativo

	Gestión tradicional	Gestión Moderna
Características	El Tesoro tiene la función principal de ser la oficina de pagos del gobierno.	El Tesoro adquiere una función de pleno alcance.
	El Banco Central desempeña diversas funciones.	El Banco Central se concentra en la política monetaria.
	Los bancos comerciales prestan servicios a diferentes entidades del sector gubernamental.	Los bancos prestan servicios bancarios al Tesoro y a los UE según un sistema transparente de costos.
	Se mantienen altos excedentes de liquidez.	Minimización de saldos no remunerados.

Elaboración propia

De acuerdo a Pessoa y Williams (2012) el marco para la gestión de caja tradicional se ha caracterizado por lo siguiente, i) el Tesoro tiene la función principal de ser la oficina de pagos del gobierno, ii) el Banco Central desempeña diversas funciones, iii) los bancos comerciales prestan servicios a las diferentes entidades del sector gubernamental y iv) se mantienen altos excedentes de liquidez gubernamental.

El Tesoro tiene la función principal de ser la oficina de pagos del gobierno, de forma centralizada o realizando las transferencias a las cuentas que las entidades gubernamentales mantienen en el Banco Central o en la banca comercial para que ejecuten sus gastos. Existe un número muy grande de cuentas de diferentes entidades del estado en el Banco Central y en la banca comercial lo que hace que el Tesoro deba mantener una alta proporción de reservas liquidas para cubrir las posibles salidas de efectivo (transferencias a las cuentas de las entidades gubernamentales), siendo su mayor preocupación cumplir con los pagos, realizando así una gestión pasiva de caja.

El Banco Central realiza diferentes funciones, además de su responsabilidad de ser el ente encargado de establecer la política monetaria, es el agente fiscal del gobierno y el administrador y regulador de los sistemas de pago del sistema financiero, entre otras. La labor de agente fiscal del gobierno implica el encargo de las subastas de valores de deuda pública generando que las emisiones tengan dos objetivos, el fondeo de la república y la regulación de los niveles de liquidez del banco (política monetaria), además el Banco Central también cumple con ser prestamista de última instancia del gobierno, lo que puede generar un aumento de la base monetaria que puede afectar su mandato en relación a la política monetaria. Cuando las emisiones de valores de deuda pública además buscan cumplir con el objetivo de desarrollar el mercado financiero, se puede generar un conflicto entre los objetivos de política monetaria (fijación de tasa de interés) y los objetivos de desarrollo de mercado financiero (brindar señales al mercado respecto de la curva de rendimiento).

Los bancos comerciales prestan servicios a las diferentes entidades del sector gubernamental cuyos costos no son claros ya que se brindan a cambio de continuar manteniendo los recursos gubernamentales como fuente de fondeo de muy bajo costo.

El Tesoro mantiene altos niveles de liquidez consecuencia de su objetivo principal de ser la oficina de pagos del gobierno a través de una gestión de caja pasiva. Cuando los recursos se mantienen en la banca comercial en instrumentos muy líquidos, inclusive con tasas por debajo de las de mercado, se genera una transferencia de riqueza del sector público al sector privado, el costo de la liquidez es alto tomando en cuenta el costo de la deuda que financia. dichos recursos, el cual se incrementa conforme aumenta el plazo del financiamiento.

El marco de una gestión de caja moderna se caracteriza por lo siguiente i) el Banco Central se concentra en cumplir con su mandato específico de política monetaria, aún le brinda servicios bancarios al gobierno pero cada vez menos (más relevancia de la banca comercial) y su función de agente fiscal es más transparente sin que influya en decisiones de política ii) el Tesoro toma una posición más relevante e integral en la gestión de los recursos del gobierno, concentra todos los recursos del Sector Público en una o pocas cuentas (CUT<sup>6</sup>), asume completamente la gestión de la deuda pública y de la tesorería, realizando una gestión activa con el objetivo de disminuir el costo de mantener altos niveles de liquidez y iii) los bancos le brindan servicios al Tesoro, estableciendo claramente los costos, impulsando la competencia y transparencia a todo nivel, como por ejemplo, la rentabilización de los saldos del Sector Público a través de depósitos a la vista y depósitos a plazo en la banca comercial se realiza a través de subastas.

En el mismo estudio se reconocen ciertas características comunes en la gestión de caja moderna de países avanzados<sup>7</sup>, las cuales son las siguientes i) centralización de los saldos de caja del gobierno bajo una estructura CUT, ii) comprensión clara del alcance del marco de planificación de caja, iii) capacidad para proyectar con exactitud las entradas y salidas de efectivo de corto plazo, iv) un adecuado marco para la ejecución y contabilización de las transacciones, v) intercambio de información oportuna entre la tesorería central, los organismos de recaudación de ingresos, los ministerios ejecutores del gasto y las sucursales de tesorería, vi) mecanismos y responsabilidades institucionales adecuadas, vii) utilización de sistemas modernos de banca, pagos y liquidación, viii) uso de instrumentos del mercado financiero a corto plazo para gestionar la caja y, ix) la integración de la gestión de deuda y la gestión de tesorería.

La centralización de los saldos de caja de gobierno bajo una estructura CUT, es una práctica común en los países avanzados, que consiste en la acumulación de todos los ingresos del gobierno en una sola cuenta (CUT), esta cuenta consolida los ingresos que el gobierno percibe a través de los diferentes ministerios o entidades públicas y mediante esta se realizan los pagos, esta práctica le permite al Tesoro tener un control completo sobre el total de los recursos del Sector Público.

Cuando alguna entidad del gobierno necesita realizar algún pago entonces se comunica con el Tesoro quien realiza el pago desde la cuenta CUT, que se suele mantener en el Banco Central, de esta forma se elimina el gran número de cuentas que el Tesoro maneja a nombre de cada entidad gubernamental y que

---

<sup>6</sup> Cuenta Única del Tesoro. Esto se desarrolla a profundidad en Pattanayak y Fainboim (2011).

<sup>7</sup> Países miembros de la OCDE.

suelen gestionarse como fondos restringidos sin que se produzca la mezcla del dinero para su uso (fungibilidad) cuando a fin de cuentas dichos fondos no son propios de cada entidad, esto además permite gestionar los recursos de una manera más activa y eficiente y evitar mantener grandes excedentes de liquidez no remunerados en el Banco Central o en la banca privada.

Cuando los ministerios aún tienen la facultad de ser unidades ejecutoras del gasto, los saldos que mantienen al finalizar cada día en la banca luego de realizar los pagos, se transfieren a la CUT (así el Tesoro mantiene el control), el Tesoro recibe la información y gestiona los saldos de la CUT con el objetivo de mantener montos mínimos en dicha cuenta ya que la remuneración es muy baja, trasladando los excedentes de liquidez estructurales a instrumentos del mercado financiero o al Banco Central (a instrumentos con mayor remuneración).

Se tiene una comprensión clara del alcance del marco de planificación de caja, que le permite al Tesoro manejar de manera centralizada todos los ingresos públicos de forma tal que pueda conocer claramente el alcance de los fondos públicos. En general, los tesoros públicos se encargan principalmente de la administración de los recursos del Gobierno General<sup>8</sup>, en el caso de los países de ingresos bajos los recursos provenientes de donaciones y transferencias suelen ser administrados en cuentas separadas ya sea por el Tesoro público o por otras entidades públicas, estos ingresos no se incluyen en la CUT; en cambio en países avanzados el Tesoro público controla a través de la CUT todos los ingresos inclusive los que provienen de la seguridad social, algunos países avanzados van más allá y amplían el alcance de la administración de los recursos públicos a través de la CUT a los otros niveles de gobierno.

Se cuenta con capacidad para proyectar con exactitud las entradas y salidas de efectivo de corto plazo, esto pasa por brindarle el control de los fondos públicos, desde su registro al tesoro público y por contar y mantener personal capacitado que a través del comportamiento de los ingresos y salidas pueda realizar proyecciones de corto plazo que le permitan realizar una gestión mediante la cual se disminuyan los recursos ociosos no remunerados, implica también una comunicación muy eficiente entre las entidades recaudadoras de impuestos y el Tesoro público; en general en países avanzados, la recaudación se suele realizar en cuentas a nombre del Tesoro en la banca comercial lo que le brinda información muy ágil al Tesoro público acerca de los fondos con los que cuenta para la gestión de caja.

Se debe tener un adecuado marco para la ejecución y contabilización de las transacciones que le permita realizar proyecciones de ingresos y salidas de

---

<sup>8</sup> De acuerdo al Manual de Estadísticas Fiscales del FMI (2001), el sector Gobierno General comprende las entidades cuya actividad primaria es desempeñar las funciones del gobierno.



efectivo útiles, esto implica contar con una base histórica relevante del comportamiento de la CUT. En el caso de países avanzados, los sistemas contables generalmente automatizados son las fuentes de información respecto de los movimientos y saldos que se mantienen en la CUT, además se cuentan con mecanismos para intercambiar información rápidamente entre las unidades que intervienen en el proceso de la gestión de caja (la tesorería central, los organismos de recaudación de ingresos, las unidades ejecutoras del gasto y las sucursales de la tesorería) y una definición clara de las responsabilidades de cada una de ellas.

Además es una práctica común en los países avanzados realizar una gestión activa de caja a través de instrumentos financieros en la banca privada y en el mercado de dinero. Esto se debe a que le brindan importancia al hecho de mantener saldos no remunerados en exceso, por el costo de oportunidad de estos recursos.

Por otro lado, en países de bajos ingresos se suele presentar además el problema del traslado de los ingresos con varios días de rezago de las cuentas en la banca comercial a la CUT, esto implica liquidez para el sistema bancario a muy bajo costo, una transferencia de riqueza del sector público al sector privado, lo mismo sucede con las salidas de la cuenta CUT hacia una cuenta puente en la banca comercial para ejecutar el gasto. Por tanto, los altos niveles de liquidez por no realizar una gestión activa de caja termina perjudicando a toda la sociedad del país.

Además los países avanzados se apoyan para realizar la gestión activa de caja en los sistemas modernos de liquidación de pagos administrados por los bancos centrales, específicamente sistemas de liquidación bruta en tiempo real, en los que participan las entidades del sistema bancario y a los que recurren el Tesoro público para gestionar los excedentes de liquidez que mantiene al final del día o el financiamiento intradía que pudiera necesitar hasta el momento del día en que reciba los ingresos. Es una práctica común de los tesoros públicos europeos por ejemplo realizar operaciones de reporte y operaciones de reporte inversas en los mercados en las que le brinda liquidez temporal con la garantía de valores de deuda pública y viceversa, brinda valores de deuda pública a cambio de liquidez temporal en ambos casos con la obligación de revertir la operación en el plazo pactado.

De acuerdo a Lienert (2009), un conjunto de prácticas que han tomado los países avanzados respecto a la gestión activa de caja se pueden resumir en los siguientes puntos i) concentrar los recursos de caja del gobierno en una CUT ii) optimizar el nivel de saldos de caja y evitar el financiamiento innecesario, lo que implica disminuir los depósitos no remunerados en el sistema bancario o en el Banco Central iii) Eliminar las cuentas puente entre la CUT y las cuentas para la ejecución del gasto y lograr que las cuentas del gobierno distintas a la CUT tengan

saldo cero al final del día, iv) eliminar cualquier otro medio para las transacciones, principalmente cheques y efectivo, que no sean los sistemas de pagos electrónicos bancarios, v) remunerar todas las transacciones realizadas por el gobierno a través de la banca comercial y realizar licitaciones entre los bancos para brindar este servicio eficientemente cuidando siempre que puedan trasladar los recursos de otras cuentas del gobierno (que deben quedar en cero) a la CUT cada día, esta política además brinda transparencia en la gestión, vi) los pagos se realizan en tiempo real evitando las demoras y las respectivas sanciones que estas pudieran generar vii) se fijan metas para los saldos finales diarios de la CUT y cualquier necesidad de financiamiento se puede conseguir en el mercado a través de operaciones de reporte con valores de deuda pública o en el mercado bancario evitando así mantener liquidez ociosa y viii) los excedentes de liquidez temporales que se mantengan en la CUT se rentabilizan a través de su inversión de corto plazo en instrumentos con garantía que permitan así minimizar el riesgo de contraparte como es el caso de las operaciones de reporte, esto no solamente le permite al Tesoro público lograr una mayor rentabilidad sino que tiene el efecto secundario de dinamizar el mercado de deuda pública.

### 3.2. Gestión de caja: México versus Perú

De acuerdo al análisis realizado se han podido determinar las siguientes diferencias que se muestran en el cuadro resumen.

Cuadro N° 04-A  
Cuadro comparativo

	México	Perú
<b>Estrategia General</b>	Implementación de una Cuenta Única del Tesoro (CUT) que abarca a todas las entidades del GG	La CUT es un conjunto de cuentas pero no una "Cuenta Única"
	Los recursos se mantienen en el Banco de México y le brinda otros servicios	Los recursos se mantienen en el BCRP
	Remuneración de fondos: 100% de la Tasa de Fondeo Bancaria	Remuneración: 150 pb por debajo de la tasa de referencia del BCRP.
	La TESOFE no adopta explícitamente una estrategia activa de caja.	La DGETP no adopta una estrategia activa de caja
<b>Programación Financiera y Gestión de Liquidez</b>	Las UE elaboran un calendario de pagos que se actualiza dentro del mes.	Las UE entregan información una vez al mes indicando la "mejor fecha" para el pago
	TESOFE prepara diariamente una programación financiera y ejecuta un proceso de gestión de la liquidez diaria	Se prepara una programación que suele tener muchos incumplimientos
	TESOFE cuenta con sistema informático de programación financiera.	La información se maneja en cuadros Excel.
	Cuenta con reporte de liquidez usado para ejecución diaria de pagos y calendarización de emisiones de deuda interna.	No cuenta con información útil respecto de lo recaudado (desfase en la entrega).

Elaboración propia



**Cuadro N° 04-B**  
**Cuadro comparativo**

	México	Perú
<b>Programación Financiera y Gestión de Liquidez</b>	Cuando la ejecución financiera genera déficit de ingresos en un período, es flexible el uso de fondos de largo plazo	Las leyes separadas de tesorería y endeudamiento impiden una gestión financiera unificada de inversión y financiamiento.
	Los excedentes de caja se direccionan mayormente a la reducción del endeudamiento.	No está reglamentado el uso de excedentes de liquidez para el pago de deuda.
	La TESOFE busca lograr un nivel mínimo de liquidez en la CUT para el cierre del ejercicio.	El Tesoro, como ya se ha mencionado, mantiene altos saldos de caja
<b>Operaciones financieras</b>	TESOFE autoriza excepcionalmente las cuentas bancarias de UE (Son casos puntuales)	Las UE tienen potestad para aperturar sus cuentas. El número de cuentas es alto
	Los recursos recaudados se transfieren a la CUT en un plazo de 2 días laborales.	Los bancos tienen un plazo de hasta 24 horas para trasladar fondos al BN pero en caso de cheques de otros bancos el plazo es mayor.
	Todos los ingresos en la CUT son clasificados y conciliados por el Sistema de Administración Tributaria (SAT), con base en los datos que se producen a través de los depósitos referenciados.	La conciliación de los recursos recaudados es realizada por SUNAT y la red bancaria sin la participación del Tesoro
	TESOFE es el órgano del Gobierno Federal que establece las normas y estándares para los procesos bancarios de pago y de ingreso del Gobierno Federal.	La SUNAT tiene la facultad de contratar directamente los servicios de las entidades del sistema bancario así como de otras entidades para recibir el pago correspondiente a tributos administrados por ella (Código tributario)
	Los montos recaudados por cada banco son informados a la TESOFE el día siguiente de la recaudación.	Los bancos reciben los pagos de impuestos diariamente en sus cuentas y luego la trasladan a la cuenta que SUNAT mantiene en el Banco de la Nación. Los recursos no se reciben directamente en cuentas a nombre del Tesoro Público.
	El pago de tributos y de otros créditos de la federación solamente se aceptan mediante traspasos entre cuentas del mismo banco, en efectivo o mediante cheque del mismo banco.	Todavía se ejecutan muchos pagos a través de cheques emitidos con cargo a la CUT.
	Los documentos de pago solamente son procesados para crédito al beneficiario el día siguiente de su registro en el SIAFF	Se realizan muchos pagos el mismo día del giro del gasto en las UE, sin un límite de horario. La autorización de giro no está coordinada con la programación de caja diaria.
	Todos los recursos recaudados por las entidades del gobierno, sea el Servicio de Administración Tributaria (SAT) u otra entidad recaudadora, se depositan directamente a la CUT.	Los pagos ingresan a cuentas de la banca privada, luego pasan a la cuenta SUNAT en BN y luego de esto a la CUT.
	Los recursos recaudados se transfieren a la CUT por su monto bruto. Las devoluciones se hacen a través de documentos de pago	Los recursos no se reciben de forma bruta. Luego de que la SUNAT realiza la conciliación deposita en saldo neto
	El control del uso de los recursos recaudados, según las afectaciones existentes, se hace solamente a través de las asignaciones presupuestales.	Los pagos con cargo a fuentes de recursos directamente recaudados (RDR) y recursos determinados (RD) no pasan por el proceso de autorización de giro.
	Los contratos con la red bancaria, para la ejecución de los servicios bancarios (recaudación), se hacen entre los bancos y la TESOFE.	Los contratos bancarios se hacen con la agencia recaudadora (SUNAT) de acuerdo al Código Tributario

Elaboración propia

## Gestión de Caja en México

En México, de acuerdo a la Ley del Servicio de Tesorería de la Federación<sup>9</sup>, la unidad encargada de realizar la gestión de caja del Gobierno Federal es la Tesorería de la Federación (TESOFE).

La TESOFE desde el año 2009 ha adoptado un mecanismo de centralización de caja del Tesoro en una cuenta única (CUT). La cobertura de la CUT abarca a todas las entidades del Gobierno Federal bajo el principio de que todos los recursos del Gobierno Federal deben ingresar a la disposición de la tesorería y todos los pagos se deben realizar por parte de la tesorería. Operativamente esto implica que existen cuentas a nombre de la TESOFE en las diferentes entidades bancarias que al final del día se trasladan a la CUT que permanecen en el Banco de México y cuando alguna entidad del Gobierno Federal necesita un pago se comunica con la TESOFE que realiza el pago desde la CUT.

Los recursos de la CUT se mantienen depositados en el Banco de México (BM) además del servicio de la CUT, la TESOFE mantiene otros servicios bancarios contratados con el BM, como el pago electrónico en moneda nacional y divisas.

La implementación de la CUT en México llevó a una reducción importante del número de cuentas que se manejaban entre las entidades del sector de Gobierno Federal, en el 2008 existían alrededor de 4500 cuentas bancarias dispersas entre decenas de organismos federales<sup>10</sup> y al cierre del 2013 solamente existen 3 cuentas.

La TESOFE no ha adoptado una estrategia explícita de gestión activa de caja. Como se mencionó, los recursos de la CUT se mantienen depositados en el Banco de México y sobre los saldos diarios el Banco paga una remuneración correspondiente al 100% de la Tasa de Fondeo Bancario (TSB). Esta es la razón principal por la que la TESOFE no tendría incentivos para gestionar activamente su caja, es una remuneración adecuada según el nivel de riesgo al tratarse de la tasa promedio a la que los bancos se prestan y debe converger a la tasa objetivo de fondeo bancario establecida por el BM.

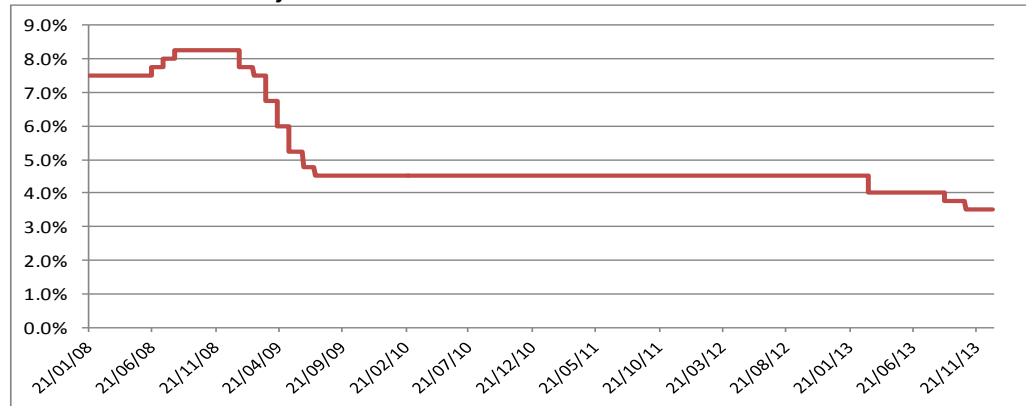
La tasa objetivo al cierre del 2013 fue de 3.5% y la tasa promedio ponderado de fondeo bancario fue de 3.64%.

---

<sup>9</sup> Artículo N°2 de la Ley de Servicio de Tesorería de la Federación de México.

<sup>10</sup> Información brindada en una entrevista a la Tesorera de la Federación de México. Descargable en <http://www.politicadigital.com.mx/?P=leernoticiaprint&Article=1172>

Gráfico N°1  
Tasa objetivo de fondeo interbancario BANCO DE MEXICO



Fuente: Banco de México

Los fondos de ahorro existentes no se asocian a la estrategia de gestión financiera de la Tesorería, el gobierno mexicano tiene un Fondo de Estabilización constituido por los excedentes de los ingresos petroleros. Sin embargo sus recursos también se encuentran depositados en el Banco de México, pero el banco de desarrollo Nafinsa es quien funge como agente fiduciario de los mismos y en donde las decisiones sobre la gestión de dichos recursos se toman bajo la orientación de un comité técnico.

#### *Programación financiera y gestión de la liquidez*

México tiene como guía el Plan Nacional de Desarrollo (PND) para la preparación de las leyes anuales de ingreso y de egreso cuya vigencia es de 6 años y en donde se establece un diagnóstico de las finanzas públicas, el financiamiento necesario para todo el Sector Público, las metas financieras, resultados y trayectoria de la deuda. La Ley de Presupuesto de cada año indica las reglas fiscales para la gestión financiera y presupuestal en caso de insuficiencia o exceso de ingresos.

Para realizar la gestión financiera que involucra la programación financiera y gestión del riesgo de liquidez<sup>11</sup>, se cuenta con un Comité Técnico de Inversiones que se reúne por lo menos una vez al año en sesión ordinaria. Asimismo, dicho Comité es apoyado por una Comisión de Trabajo conformada por funcionarios de la Subsecretaría de la SHCP (Unidad de Crédito Público y la Unidad de Planeación Económica de la Hacienda Pública), la Subsecretaría de Egresos (Unidad de Política y Control Presupuestario), la Subsecretaría de Ingresos

<sup>11</sup> La información respecto a estos mecanismos de coordinación se obtuvieron de “El papel de la programación financiera dentro de una administración activa de caja” de Irene Espinoza Cantellano (2011) como parte del II Seminario Latinoamericano sobre Gestión de Tesorerías Públicas 2011

(Unidad de Política de Ingresos Tributarios) y la TESOFE. Esta comisión se reúne por lo menos una vez al mes para analizar la programación financiera trimestral en base diaria, la programación financiera anual en base mensual, la posición de caja y sus proyecciones.

Además, las unidades gubernamentales se encargan de preparar un calendario de pagos, por lo tanto, ellas deben ejecutar los recursos presupuestarios que les fueron asignados conforme el calendario determinado para ello. Así, el presupuesto se ajusta al proceso de planeación previamente formulado evitando que las dependencias gasten solo por ejecutar los recursos que se les aprobaron, sino que existe una lógica detrás que deben seguir puntualmente a través de las acciones que ejecutan. Por tanto, el control no se refiere a ejercer el gasto de manera arbitraria, sino al logro de resultados, así como promover un ejercicio eficiente de los recursos.

Para llevar a cabo el proceso de programación financiera, la TESOFE ha desarrollado internamente un sistema informático para la ejecución de estas actividades, un modulo de programación financiera denominado PROFIN<sup>12</sup>. El objetivo de PROFIN es proporcionar una estimación de los flujos de fondos con base en las estimaciones respecto de los ingresos recaudados y del calendario de gastos de las unidades gubernamentales; usando la estimación de flujos de fondos se realizan diferentes escenarios que permiten realizar la gestión y toma de decisiones, dicha información se incluye en el reporte de liquidez.

En ese sentido, el reporte de liquidez es utilizado como un referente para la ejecución diaria de pagos y la calendarización de las emisiones de deuda interna. Las colocaciones de deuda se realizan semanalmente y son programadas en un calendario trimestral con la suficiente flexibilidad para determinar los montos de cada emisión en función de las necesidades de financiamiento de corto plazo que se monitoreen en el reporte de liquidez.

En caso que la ejecución financiera genere un déficit de ingresos en un período y sea necesario un ajuste entonces se utilizan los siguientes mecanismos que son clasificados como Regulares y Contingentes<sup>13</sup>:

**Regulares:**

- Utilización de recursos acumulados en caja en períodos anteriores.

---

<sup>12</sup> Información obtenida del Informe Final de Evaluación de la Administración de los Fondos Federales y Valores en Propiedad y/o Custodia del Gobierno Federal del 2013 a cargo de la TESOFE de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

<sup>13</sup> Información obtenida del Informe Final de Evaluación de la Administración de los Fondos Federales y Valores en Propiedad y/o Custodia del Gobierno Federal del 2013 a cargo de la TESOFE de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

- Flexibilidad en la estrategia de financiamiento, a través del empleo de instrumentos de deuda de corto plazo, cetes a 28 y 91 días, los cuales permiten cubrir las necesidades de recursos de corto plazo. Cada trimestre se anuncia el monto promedio a subastar de estos títulos, permitiendo que la cantidad de estos títulos pueda ser mayor o inferior a la cantidad promedio anunciada, cuando así se requiera para el manejo de liquidez de corto plazo. Si bien la cantidad semanal de estos títulos podría variar, el monto total trimestral a subastar se mantiene fijo y está determinado con anticipación en los calendarios trimestrales de colocación.
- Permutas de valores gubernamentales (operaciones de reporte) utilizado por la Unidad de Crédito Público tanto para reforzar los bonos de referencia como para suavizar el patrón de vencimientos de títulos gubernamentales, contribuyendo a mejorar la administración de la liquidez y el manejo de caja. Estas operaciones obligatoriamente deben enmarcarse dentro de la estrategia general anunciada en el calendario trimestral de colocación y en apego a los límites de endeudamiento establecidos para cada ejercicio.
- Manejo de liquidez en moneda extranjera, para lo cual se mantiene una posición en moneda extranjera cuyo objetivo es el de cubrir, en una visión de 4 meses hacia delante, los pagos de capital e intereses que se derivan de la deuda externa.
- Medidas asociadas al gasto, según las cuales se establecen criterios para diferir algunos conceptos del Gasto Programable. En este sentido, se pueden implementar medidas para reducir disponibilidades presupuestarias con la finalidad de reasignar a rubros considerados como mayormente prioritarios.

#### Contingentes:

- Financiamiento temporal de corto plazo, mediante la captación de depósitos de terceros en la cuenta que tiene la TESOFE en el Banco Central de México (organismos y empresas públicas).  
Financiamiento temporal del BM, que se podría utilizar en una situación extrema, ya que el BM solamente podría otorgar este tipo de financiamiento hasta por el límite a que se refiere la Ley del propio BM y cobraría por dicho crédito 1,3 veces la TFB.

Cuando se presentan excedentes de caja se direccionan mayormente a la reducción del endeudamiento, comparativamente a los topes establecidos para el año.

La liquidez en moneda extranjera se maneja a través del BM y por estrategia se invierte en los bancos de desarrollo locales. La compra de moneda extranjera



se realiza con el BM de acuerdo con las necesidades de pago de cada moneda, sin embargo, la tesorería puede anticipar la compra de moneda extranjera cuando mantenga excedentes de caja. Sin embargo, dado que el BM remunera a tasas muy bajas los recursos en moneda extranjera, TESOFE los rentabiliza a través de la compra de instrumentos en moneda extranjera emitidos por los bancos de desarrollo del gobierno de México, principalmente NAFINSA.

Durante el año, la TESOFE busca lograr un nivel mínimo de liquidez en su cuenta en el BM para el cierre del ejercicio. Este es establecido a principios de cada año y tiene por objeto poder garantizar el pago de los compromisos que se presentarán en el primer mes del año inmediato siguiente cuando la recaudación es limitada y no es suficiente para cubrir el monto de los compromisos que usualmente se deben pagar en dicho período.

#### *Operaciones de la TESOFE*

En lo que respecta a la operatividad de la TESOFE, los ingresos y pagos del Gobierno Federal se operan por medio de mecanismos electrónicos, a través del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI). Este sistema fue desarrollado y es operado por el Banco de México, en coordinación con las instituciones del sistema financiero. El SPEI ejecuta la compensación interbancaria y un Sistema de Pagos de Alto Valor (SPAV), de modo que las transferencias electrónicas se realizan a través del sistema, en tiempo real, independientemente del valor.

Los recursos recaudados en las cuentas bancarias de la TESOFE se transfieren a su cuenta en el Banco de México en un plazo de 2 días laborales, sin embargo, los bancos comerciales deben pagar a la TESOFE la misma tasa de interés que remunera el Banco de México a esta cuenta, es decir la tasa promedio de fondeo interbancario.

Todos los ingresos en la CUT son clasificados y conciliados en línea por el Sistema de Administración Tributaria (SAT), con base en los datos numéricos que se producen a través de los depósitos referenciados. El depósito referenciado se basa en un conjunto alfanumérico que puede ser leído por la red bancaria por medio de código de barras y que incluye toda la información respecto del pago que se está haciendo (institución, motivo de pago, moneda, etc.).

TESOFE es el órgano del Gobierno Federal que establece las normas y estándares para los procesos bancarios de pago y de ingreso del Gobierno Federal, mediante la publicación de reglas normativas correspondientes que se aplica a todas las entidades participantes del Sistema de Cuenta Única de Tesorería, seguidas de los contratos firmados con la red bancaria.



Los costos de recaudación se calculan según la complejidad y volumen de los servicios prestados por la red bancaria y no existe un mecanismo de remuneración por reciprocidad con la red bancaria. Los contratos con la red bancaria para la ejecución de los servicios bancarios (recaudación) se hacen entre los bancos y la TESOFE. El pago de los costos bancarios está a cargo de la TESOFE, con cargo a su presupuesto.

Previo a este modelo en México se permitía que los bancos mantuvieran los recursos recaudados hasta por tres días a cambio de una reciprocidad por los servicios brindados. Han comprobado que el pago por los servicios brindados es menor que el costo de oportunidad de los recursos que mantenía la red bancaria bajo el modelo anterior.

Los montos recaudados por cada banco son informados a la TESOFE al día siguiente de la recaudación. Con ese procedimiento la TESOFE inicia cada día teniendo la información sobre los montos que van a ser acreditados en su cuenta en el BM al día subsiguiente, lo que le permite hacer una gestión precisa de su flujo de caja del día.

El pago de tributos y de otros créditos de la Federación solamente se acepta mediante traspasos entre cuentas del mismo banco, en efectivo o mediante cheque del mismo banco para evitar que los bancos necesiten de un tiempo mayor para el procesamiento de los cheques.

Los pagos a través de la cuenta de la TESOFE en el BM principalmente se realizan por mecanismos electrónicos siendo el mecanismo más utilizado el SPEI.

En México un documento de pago solamente puede ser procesado para crédito al beneficiario el día siguiente de su registro en el SIAFF<sup>14</sup>. Así, no se procesan pagos el mismo día de su registro, lo que facilita la gestión financiera ya que la TESOFE inicia el día conociendo el flujo de recursos que se deberán sacar de la CUT para cumplir con los pagos, sin que se produzca riesgo de sobregiro.

Todos los recursos cobrados por las unidades del gobierno, sea el Servicio de Administración Tributaria (SAT) u otra, se depositan directamente a la CUT bajo el concepto de que los recursos recaudados, en su integridad e independientemente de cualquier afectación, pertenecen a la Federación, no a sus unidades. Por lo tanto, deben ser depositados a la TESOFE.

Los recursos recaudados se transfieren a la cuenta de la TESOFE en el BM por su monto bruto. Todo monto recaudado se deposita en esta cuenta independientemente de su concepto. No se admite ninguna deducción del

---

<sup>14</sup> Sistema Integral de Administración Financiera Federal (SIAFF)

recaudo. Los montos que pertenezcan a terceros o a entes de otro nivel de gobierno les son transferidos oportunamente por la TESOFE a través de la emisión de un documento de pago. Los recursos destinados a la cobertura de gastos de las unidades del Gobierno Federal se mantienen en la cuenta de la TESOFE en el BM y son ejercidos de conformidad con su presupuesto asignado.

El control del uso de los recursos recaudados, según las afectaciones existentes, se hace solamente a través de las asignaciones presupuestales. No hay control de titularidad de los recursos propios o de cualquier afectación de los recursos recaudados, en cuentas o subcuentas bancarias, ni en cuentas escriturales. Los recursos financieros se mantienen como un monto global en el sistema de cuentas bancarias del Tesoro.

Las entidades con autonomía presupuestal, es decir, que no reciben apoyos presupuestales, administran sus recursos propios. Son entidades de esa naturaleza las empresas públicas.

Los préstamos externos son administrados por la Unidad de Crédito Público. El control del flujo de ingresos y gastos se hace a través de un banco de desarrollo. Cabe a ese banco hacer las gestiones con el financiador externo en cuanto a los desembolsos de los recursos para la ejecución de los gastos en los objetivos del proyecto que le corresponda. Los recursos desembolsados ingresan a la TESOFE (cuenta de la TESOFE en el BM), a nombre de la unidad que contrata el préstamo. Cabe a la TESOFE ejecutar los pagos, según los giros ejecutados por las unidades. Los pagos de los préstamos (principal, intereses y otros costos) los hace la Unidad de Crédito Público, con cargo al presupuesto anual para el pago de la deuda, de manera general.

La apertura de cuentas bancarias es controlada por la TESOFE. Dicha entidad, ha establecido una estructura de cuentas que los bancos deben considerar cuando haya la necesidad de abrir una cuenta bancaria para una entidad del Gobierno Federal. Una norma legal prohíbe a los banco abrir cuentas sin la autorización de la TESOFE.

### Gestión de Caja en Perú

El gobierno del Perú mantiene al cierre del 2013 un total de S/. 26 155 millones de saldo en el disponible<sup>15</sup> (caja) conformados principalmente por los recursos ordinarios (impuestos y otros tributos) que transitoriamente mantiene el Tesoro Público en su cuenta principal en el BCRP hasta que el dinero es utilizado

---

<sup>15</sup> De acuerdo a la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014 -2017 elaborada por el MEF.

(ejecución del gasto). El saldo total del disponible (caja) mostró una disminución de 5,5% respecto del cierre del 2012 cuando totalizó S/. 27 691 millones.

Se puede observar un nivel de liquidez estructural importante a través del monitoreo del ratio de cobertura de liquidez<sup>16</sup> cuyo nivel promedio entre marzo 2012 y diciembre 2013 fue de 11.9 veces. Es importante mencionar que un nivel de 1 del ratio de cobertura de liquidez es aceptable y conforme aumenta genera menores niveles de rentabilidad (liquidez ociosa).

De acuerdo al código tributario peruano<sup>17</sup>, la SUNAT tiene como una de sus funciones principales la recaudación de los tributos para lo cual cuenta con la facultad de contratar directamente los servicios de las entidades del sistema bancario y financiero así como de otras entidades para recibir el pago de deudas correspondientes a tributos administrados por ella.

En ese sentido, en la actualidad la SUNAT tiene convenios firmados con 6 bancos del sistema financiero (Interbank, Scotiabank, Banco Continental, BCP, Banco de la Nación y BanBif) para la realización de pagos de impuestos a través de agencias, ya sea en efectivo o por medio de cheques, y por medios electrónicos. Los bancos reciben los pagos de impuestos diariamente en sus cuentas y luego la trasladan a la cuenta que SUNAT mantiene en el Banco de la Nación. Los recursos no se reciben directamente en cuentas a nombre del Tesoro Público.

Los bancos tienen un plazo de hasta veinticuatro horas (1 día) para trasladar los fondos a la cuenta en el Banco de la Nación cuando se trata de efectivo y cheques del mismo banco y en el caso de cheques de otros bancos el plazo es mayor<sup>18</sup>.

El proceso de recaudación actual implica que la conciliación de los recursos recaudados es realizada por SUNAT y la red bancaria sin la participación del Tesoro, quien es el propietario de dichos recursos, y que recibe los ingresos luego de que se han mantenido en la red bancaria y posteriormente en la cuenta de SUNAT, esto significa que el Tesoro Público depende de un tercero para obtener los datos que necesite.

El Tesoro, como ya se ha mencionado, mantiene altos saldos de caja (colchones de liquidez) lo cual se puede observar en el análisis de brechas de

---

<sup>16</sup> El ratio de cobertura de liquidez mide el total de activos líquidos de alta calidad respecto del total de obligaciones de corto plazo. En el caso de los activos líquidos de alta calidad del Tesoro Público están conformados depósitos a la vista y depósitos a plazo en el Banco Central y en el Banco de la Nación.

<sup>17</sup> Artículo 55 del capítulo I del título II del Código Tributario del Perú.

<sup>18</sup> Artículo 4 del capítulo I del título I de la Directiva de Tesorería N°001-2007 del MEF.

liquidez por plazos de vencimiento en la que se muestra que al cierre del 2013 el saldo cuyo vencimiento se producían hasta 1 mes (cuentas corrientes) totalizaba S/. 12.4 mil millones y al cierre del 2012 totalizaba S/. 15.9 mil millones.

La principal razón para que el Tesoro mantenga altos saldos de caja (colchones de liquidez) se relaciona con el riesgo de sobregiro, la necesidad de cubrir los gastos en el día con ingresos cuya información respecto a su entrada no conoce de manera oportuna (pasan por la red bancaria y la cuenta de SUNAT antes de que la información sea conocida por el Tesoro Público), disminuir los niveles de caja implicaría la posibilidad de generar sobregiros bancarios.

Respecto de los gastos públicos, las unidades ejecutoras tiene la obligación de informar al Tesoro Público mensualmente respecto de sus gastos para que proyecte el flujo de salidas de efectivo, a través de la entrega de cronogramas; los fondos para el cumplimiento de sus pagos le son entregados a través de retiros de la CUT. La información entregada una vez al mes indica la “mejor fecha”<sup>19</sup> para el pago que es aquella en la que vence la obligación contraída y en la que se debería realizar el pago, sin embargo no existe la obligación de informar respecto de los pagos que requerirán las unidades ejecutoras con alguna periodicidad dentro del mes (quincenal, semanal, diaria, etc.) y actualizar de esta forma, el cronograma entregado al inicio del mes, lo que conlleva a que se puedan dar situaciones en las que se ajusten las fechas de los pagos inicialmente informadas como “mejor fecha” sin que el Tesoro Público cuente con la información oportuna, generándole inconvenientes para la estimación diaria de sus salidas de efectivo.

La Cuenta Única del Tesoro Público (CUT) en el Perú, no es estrictamente una cuenta única gestionada solamente por el Tesoro Público, es más bien un conjunto de cuentas que incluye la cuenta principal del Tesoro Público en la que ingresan los recursos ordinarios y las cuentas bancarias de las unidades ejecutoras, todas ubicadas en el Banco de la Nación. La CUT se conforma por los recursos ordinarios que corresponden a los ingresos provenientes de la recaudación tributaria y constituyen fondos disponibles de libre programación. Las unidades ejecutoras realizan la gestión de sus pagos, previa autorización del Tesoro Público, a través de retiros de la CUT (proceso de ejecución del gasto), esto significa que a diferencia de la gestión moderna de caja y la gestión de caja realizada por el Tesoro mexicano, en el caso peruano, los pagos no los realiza únicamente el Tesoro Público desde la CUT (al igual que todos los ingresos no entran a la CUT) necesariamente sino que lo realiza cada unidad ejecutora desde su subcuenta en la CUT.

Además, de los recursos ordinarios, existen los recursos directamente recaudados que son ingresos generados por las entidades públicas (rentas de

---

<sup>19</sup> Artículo 15 del capítulo I del título I de la Directiva de Tesorería N°001-2007 del MEF



propiedad, tasas, ventas de bienes y prestación de servicios) y gestionados directamente por ellas, esto implica que una parte de los ingresos públicos es gestionado individualmente por cada entidad y no pasan por el proceso de autorización de gasto por parte del Tesoro Público, a pesar de que estrictamente, y de acuerdo a la gestión moderna de caja, estos le pertenecen al Tesoro Público y no a cada una de ellas. El total de recursos directamente recaudados estimados para el año 2014 fue de S/. 10 287 millones equivalentes a 9% del total de los recursos públicos estimados para el año 2014<sup>20</sup>.

Los saldos de caja que mantiene el Tesoro se encuentran depositados en el BCRP (81% del total) y en el Banco de la Nación (19%) esto significa que no realiza una gestión activa de caja. Además, más del 40% del saldo total (S/. 10 757 millones) al cierre del 2013 se mantiene en cuentas corrientes y el saldo restante en depósitos a plazo colocados en el BCRP.

La rentabilidad que obtiene el Tesoro Público por los saldos de caja que mantiene en el BCRP se encuentran por debajo de la tasa de referencia y entre el cierre del 2012 y del 2013 ha disminuido en 70 puntos básicos pasando de 3.1% a 2.4%. Es importante resaltar que el rendimiento anterior es el promedio de los rendimientos de las cuentas corrientes y de los depósitos a plazo por lo que se puede presumir que la remuneración que le otorga el BCRP al Tesoro Público por las cuentas corrientes está muy por debajo de la tasa de referencia.

De acuerdo a lo informado en los estados financieros auditados respectivos, en los tres últimos años el Banco Central ha generado pérdidas, las que acumuladas suman un total de S/. 2 259,2 millones (S/. 203,4 millones en 2011, S/. 1 162,9 millones en 2012 y S/. 892,9 millones en 2013). Estas pérdidas se han generado por la el contexto financiero mundial de crisis que implicó que el BCRP tuviera altos costos de fondeo (al retirar liquidez de la economía) comparado con los rendimientos que ha obtenido por sus inversiones (principalmente en el extranjero); estas pérdidas serían mayores si es que la remuneración otorgada al Tesoro Público hubiera estado alineada al menos con la tasa de referencia. Desde el punto de vista legal, estas pérdidas son cubiertas en primera instancia con la reserva legal pero en caso la reserva no alcance entonces el Tesoro Público deberá capitalizar al BCRP con la entrega de bonos soberanos.

Esto implicaría la existencia de un subsidio cruzado ya que el BCRP remunera al Tesoro tasas diferentes a las de mercado que le permitirán al Tesoro aminorar el monto de capitalización que deberá realizar en caso sea necesario, sin embargo, de acuerdo a la gestión moderna de tesorería, esta no es práctica transparente.

---

<sup>20</sup> Artículo 1 del capítulo I de la Ley de Equilibrio Financiero del Presupuesto del Sector Público para el año fiscal 2014

### 3.3. Conclusiones

De la comparación con las mejores prácticas para lograr tener una gestión moderna de caja y con la gestión de caja de México se puede observar lo siguiente:

El objetivo principal del Tesoro público del Perú se sigue concentrando en cumplir con los pagos del sector gubernamental sin que se tenga como uno de los objetivos principales aún, como en países avanzados, la maximización del rendimiento de los saldos de caja inactivos del gobierno a través de la disminución de los depósitos no remunerados en el Banco Central o banca comercial.

El Banco Central realiza diferentes funciones para el gobierno entre las que se encuentra la de agente fiscal del gobierno, su posición le permite influenciar en decisiones de política como las emisiones de valores de deuda pública, la rentabilización de los excedentes de liquidez etc. Esto se diferencia de los países avanzados en los que el Banco Central solamente se concentra en cumplir sus objetivos de política monetaria es remunerado por los servicios que brinda al gobierno (transparencia) y no influye en decisiones de política.

A diferencia de los países desarrollados y la comparación con México, en el Perú, los bancos comerciales prestan servicios a las diferentes entidades del sector gubernamental cuyos costos no son claros ya que se brindan a cambio de continuar manteniendo los recursos gubernamentales como fuente de fondeo de muy bajo costo. Esto se puede observar claramente en el caso de la entidad encargada de la recaudación en el Perú (SUNAT).

El Tesoro mantiene altos niveles de liquidez gubernamental consecuencia de su objetivo principal de ser la oficina de pagos del gobierno a través de una gestión de caja pasiva. En el caso peruano esto aún es más grave porque los excedentes de liquidez se mantienen con tasas por debajo de la tasa de referencia del Banco Central.

La centralización de los saldos de caja de gobierno bajo una estructura CUT, en el caso del Perú no consiste en la acumulación de todos los ingresos del gobierno en una sola cuenta (CUT), además esta cuenta no consolida todos los ingresos que el gobierno percibe a través de los diferentes ministerios o entidades públicas y mediante esta se realizan los pagos. En el caso del Perú la CUT es un conjunto de cuentas conformadas por los recursos de recaudación, además esta no incluye los recursos directamente recaudados que son gestionados directamente por cada entidad pública (rentas de propiedad, tasas, ventas de bienes y prestación de servicios). Por tanto el Tesoro no tiene información completa sobre el total de los recursos del Sector Público.



En el Perú, aún no se realiza una gestión activa de caja a través de instrumentos financieros en la banca privada y en el mercado de dinero, brindándole importancia al costo de oportunidad estos recursos. Si bien se han dado pasos importantes en este sentido aún se está a niveles de la gestión moderna de caja de países avanzados.

Además, en el Perú, aún se tiene el problema del traslado de los ingresos con varios días de rezago de las cuentas en la banca comercial a la CUT, esto implica liquidez para el sistema bancario a muy bajo costo, una transferencia de riqueza del Sector Público al sector privado.

### 3.4. Recomendaciones

En el corto plazo, se deben realizar las coordinaciones para que la SUNAT proporcione al Tesoro la información inmediata de la recaudación bruta sin que se generen días de retraso en la entrega de información.

En una segunda etapa los recursos recaudados deberán ingresar de manera directa a la CUT en el BCRP, a través de la apertura de cuentas a nombre del Tesoro en la banca comercial, con sus respectivos estándares, procesos y mecanismos que permitan contar con información oportuna y centralizada.

Esto también debería generar que se eliminen el mecanismo de remuneración por reciprocidad con la red bancaria que implica que los desarrollos tecnológicos para mejorar la recaudación equivalen al no pago de la remuneración por los días que el dinero se mantiene en las cuentas propias del banco con un costo de fondeo igual a cero, actualmente el ente recaudador peruano se maneja bajo este mecanismo. Tal como se ha realizado en México, los ingresos tributarios deben ingresar en cuentas del Tesoro, el Tesoro paga por dicho servicio y en caso de que, por alguna circunstancia el banco deba mantener dichos recursos deberá remunerar al menos la tasa interbancaria, esto no solamente les ha sido mucho menos costoso, sino que también es más transparente y más eficiente para la gestión de caja.

Es importante iniciar los pasos para realizar una gestión activa de caja tal como se hace en otras economías desarrolladas, dándole importancia al valor del dinero en el tiempo, a través de operaciones de reporte, como también se realiza en México, que permitan rentabilizar los excedentes de liquidez que mantiene el Tesoro Público, mas aun teniendo en cuenta que los recursos del tesoro tiene como única fuente de rentabilización al BCRP quien de acuerdo a lo observado le remunera una tasa menor que la tasa de referencia, a diferencia de México, haciendo que sea necesario buscar alternativas de rentabilización.

## 4. GESTIÓN DE FONDOS SOBERANOS

### 4.1. Objetivo, estructura y características de los fondos soberanos

Los fondos soberanos son fondos o vehículos de inversión pertenecientes al gobierno general de un país, creados para cumplir un objetivo específico, según los objetivos que persiguen pueden dividirse en cinco tipos<sup>21</sup>: Fondos de estabilización, Fondos de ahorro, Sociedad de inversión de reservas, Fondos de desarrollo y Fondos de reservas de pensiones.

Los Fondos de Estabilización tienen como objetivo aislar los efectos generados por la volatilidad en el precio de las materias primas y los shocks externos en el presupuesto programado y la economía de un país. Suelen ser creados por países con ingresos importantes por minerales y petróleo, como Chile y Colombia, por ejemplo.

Por otro lado, los Fondos de Ahorro tienen como objetivo guardar parte de la riqueza de una nación para generaciones posteriores, suelen ser creados por países con una cantidad importante de recursos no renovables como los países petroleros de Medio Oriente.

Las Sociedades de inversión de reservas tienen como objetivo disminuir los altos costos de mantener altos niveles de reservas internacionales a través de la inversión de una parte de ellas en instrumentos de mayor rentabilidad, países como Corea del sur y Singapur cuentan con este vehículo de inversión.

Los Fondos de desarrollo tienen como objetivo la utilización de recursos en proyectos que permitan mejorar las condiciones socioeconómicas de un país, principalmente enfocados en proyectos de infraestructura.

Por último, los Fondos de reservas de pensiones tienen como objetivo cubrir los pasivos contingentes por pensiones futuras de jubilados a través de su inversión en activos de largo plazo.

---

<sup>21</sup> De acuerdo a lo establecido en los Principios de Santiago elaborados por el Grupo Internacional de Trabajo (GIT) de los fondos soberanos del FMI.

Es posible que en países con mayor desarrollo y altos niveles de ingresos los fondos soberanos cuenten con objetivos múltiples, en general, los fondos soberanos más comunes son los fondos de estabilización y los fondos de ahorro<sup>22</sup>.

Respecto a la estrategia de inversión de los fondos soberanos, estos dependen del objetivo para el cual fueron creados, de acuerdo al reporte de estabilidad financiera del FMI<sup>23</sup>, la composición de los fondos de estabilización existentes tenía como principal componente a instrumentos de renta fija soberana (69%), seguido de instrumentos de renta fija corporativa (22%); mientras que los otros tipos de fondos soberanos se componían principalmente por instrumentos de renta variable: los fondos de ahorro mantienen un 58% del total en renta variable y los fondos de reservas de pensiones un total de 41%.

Al-Hassan y otros (2013) realiza una comparación de las principales características de las estrategias de inversión de los fondos de estabilización y los fondos de ahorro, las cuales se muestran en el cuadro N° 02

Cuadro N°5 Comparación de tipos de Fondos Soberanos		
	Fondos de Estabilización	Fondos de Ahorro
<b>Horizonte de inversión</b>	Corto plazo.	Largo plazo.
<b>Composición de por instrumentos</b>	Limitado a activos altamente líquidos.	Mayor universo de activos.
<b>Composición por monedas</b>	Correlacionadas negativamente con el precio de las materias primas.	Calce con las importaciones netas del país.
<b>Referencia de desempeño</b>	Minimizar la volatilidad del gasto y mantener una adecuada liquidez.	Lograr retornos esperados reales positivos para el largo plazo para mantener el poder de compra de la riqueza.
<b>Tolerancia al riesgo</b>	Conservadora.	Gestión activa de inversiones.
<b>Gestión de activos y pasivos</b>	Asegurar la sostenibilidad del gasto fiscal futuro.	Maximizar el valor neto del fondo teniendo en cuenta la correlación entre el precio de los activos y pasivos.

Fuente: Al Hassan y otros (2013)

Los efectos que pueden tener los fondos soberanos en la gestión económica y financiera de un país obligan a que exista un nivel de coordinación entre las diferentes entidades del gobierno que toman decisiones de política fiscal, monetaria y cambiaria; teniendo en cuenta que los fondos soberanos suelen abastecerse de recursos a partir del establecimiento de una regla fiscal (mantener un porcentaje máximo de déficit fiscal respecto al PBI, por ejemplo) que tienen un

<sup>22</sup> Al-Hassan y otros (2013)

<sup>23</sup> Publicación periódica del FMI elaborada en Abril 2012.

efecto sobre la política fiscal, monetaria y cambiaria; de modo que la estructura legal, la claridad en la división de responsabilidades para la toma de decisiones, las reglas de ahorro y desahorro de los fondos, los lineamientos de inversión, la información compartida y coordinada es sumamente importante entre las entidades del gobierno que gestionan activos y pasivos soberanos.

### *Estructura legal*

El marco legal de los fondos soberanos deben caracterizarse por i) establecer claramente la forma jurídica y la estructura organizacional del Fondo, así como las interrelaciones con otras entidades del Estado, principalmente el Ministerio de Economía y el Banco Central; ii) alinearse con el marco jurídico existente que regula el presupuesto de la República; iii) garantizar la legalidad en las operaciones que se realicen en el Fondo; iv) implementar las reglas necesarias (económicas, financieras, etc.) para que se cumpla con el objetivo para el cual el Fondo fue creado; y v) aplicar las normas necesarias que incentiven la transparencia y la rendición de cuentas.

La experiencia internacional muestra que existe una variedad de formas legales mediante las cuales son creados y gestionados los fondos soberanos pero, en general, siguen y cumplen con las pautas anteriores.

### *Marco institucional*

Al-Hassan y otros (2013) identifica dos modelos de marco institucional a través de los cuales se institucionalizan los fondos soberanos, el “modelo de gerencia propia” y el “modelo de compañía de inversión”.

En el primer modelo, el propietario legal de los activos del Fondo le otorga la responsabilidad de administrar el Fondo a un gestor de activos que sigue los lineamientos establecidos por el propietario. Se pueden dar hasta tres alternativas en este modelo, el Banco Central es elegido por el Gobierno General para que administre el Fondo y puede delegar la gestión de una parte a gestores privados; una entidad estatal administradora de fondos se encarga de gestionar el fondo soberano bajo los lineamientos establecidos por el Ministerio de Economía (representante del Gobierno General), en este caso la entidad estatal no solamente administra el fondo soberano sino otros fondos públicos; y el Ministerio de Economía contrata directamente a gestores privados para la administración del Fondo bajo los lineamientos que el propietario establezca, este modelo es el menos recomendado por el poco control y supervisión con el que cuenta el propietario, pero suele ser usado en países con funcionarios cuyo nivel técnico es muy pobre.

En el segundo modelo, el gobierno, en su condición de propietario del Fondo, crea una empresa de inversión que se convierte en propietaria de sus activos, esto generalmente se aplica en fondos soberanos cuya estrategia de inversión es bastante activa en instrumentos sofisticados como compra de empresas y en fondos cuyo objetivo también incluye y prioriza la búsqueda de rentabilidad.

Así, la estructura organizacional de un fondo soberano incluye al propietario, a un directorio o comité asesor y al administrador del fondo; cuando el Banco Central es la unidad encargada de administrar el Fondo entonces las responsabilidades de cada parte en la estructura organizacional, que incluye la relación entre el principal (Gobierno General) y el agente (Banco Central) y la supervisión del Fondo debe estar claramente definidas en el marco legal, esto implica que cada parte de la estructura (propietario, administrador y supervisor) debe ser autónomo en sus decisiones.

La práctica internacional establece que el Gobierno General delega por mandato legal aprobado por el Congreso, las decisiones del Fondo en el Ministro de Economía, quien cuenta con el apoyo de un comité asesor o un directorio con el que conjuntamente establece los lineamientos de inversión del Fondo en base a las reglas previamente establecidas; el Banco Central actúa como administrador mediante la figura de un fideicomiso y se encarga de cumplir estrictamente los mandatos que haya establecido el Ministro junto con el cuerpo de asesores.

Además, para mantener la independencia de funciones, el Banco Central puede participar en el directorio, comité o entidad encargada de tomar decisiones respecto del Fondo con voz pero sin voto ya que la entidad a su mando también se encarga de su administración.

Las funciones de supervisión recaen sobre la entidad encargada de la auditoría gubernamental, el congreso, el directorio del Fondo y el mismo Ministerio de Economía en su condición de responsable del Fideicomiso; esto implica verificar que se cumpla el objetivo para el cual fue creado el Fondo y las políticas de inversión establecidos por el propietario.

Así, la auditoría interna la realiza el directorio del fondo a través de la revisión periódica de informes de los resultados obtenidos por el administrador del Fondo y la auditoría externa la suele realizar el Congreso que evalúa el cumplimiento de lo que la Ley y los Reglamentos han establecido respecto al funcionamiento del Fondo.

### *Gestión de inversión*

En general la construcción del marco para la gestión de los fondos soberanos debe tener en cuenta que, i) la estructura de gobernanza de los fondos



soberanos debe basarse en que su administración se realiza en la forma de un fideicomiso en el que el propietario final es el pueblo, por tanto debe haber una clara y transparente división de funciones y responsabilidades, que garanticen una óptima administración, entre las entidades que participan en el fideicomiso, ya que cuando una entidad no tiene bien definida su función (por ejemplo, una entidad además de establecer los lineamientos de inversión también es la entidad encargada de administrar el fondo) le resta transparencia al fondo soberano; y ii) el nivel de riesgo que asume el fondo soberano debe ser determinado por el propietario, es decir el Gobierno General o su representante, esto se logra siempre que el propietario a través del directorio del fondo sea el encargado de establecer los lineamientos de inversión.

Por tanto, en línea con la experiencia internacional, el propietario del Fondo es el ente encargado de establecer la política de inversión, para lo cual cuenta con el apoyo del directorio o comité especializado.

La política de inversión se debe basar en dos criterios principales, el objetivo del Fondo y el nivel de riesgo que se está dispuesto a asumir, esto permitirá establecer el universo de instrumentos y el horizonte de inversión que forman parte de la estrategia de inversión. Un fondo soberano con objetivos de ahorro intergeneracional (Fondo de ahorro) tendrá un mayor apetito por riesgo con un horizonte de inversión de largo plazo y un conjunto más amplio de instrumentos de inversión (renta fija y renta variable); mientras que un fondo soberano cuyo objetivo sea mantener el gasto público cuando los ingresos proyectados disminuyen (Fondo de Estabilización) tendrá mayor aversión al riesgos con horizonte menor al anterior y un predominio de instrumentos de inversión líquidos y de alta calidad crediticia (renta fija).

Es importante tener en cuenta que la política de inversión generalmente se incluye en la Ley o el reglamento del fondo soberano, en la que también se establecen parámetros que permitan reflejar el cumplimiento de su política de inversión.

El siguiente paso es definir la estrategia de inversión es decir determinar el universo de instrumentos elegibles en función del nivel de riesgo aceptado, esto implica principalmente determinar la participación máxima de cada tipo de instrumentos en el portafolio del Fondo, de acuerdo a diferentes clasificaciones (moneda, país emisor, plazo de emisión, etc.), estos límites deberán ser la guía para las decisiones de inversión que pueda tomar el administrador del Fondo buscando cumplir con el objetivo establecido por el propietario; en ese sentido se pueden dar objetivos que establezcan el logro de cierta rentabilidad (respetando los parámetros establecidos) o el seguimiento de alguna referencia de mercado, lo que se conoce como una estrategia de inversión pasiva.



### *Gestión de riesgo*

El marco para una gestión adecuada del riesgo de inversión de fondos soberanos parte, como ya se mencionó en otros puntos, de una clara división de las funciones y responsabilidades en la gestión del fondo, además de contar con cuadros de alto nivel profesional y transparencia en la gestión.

La gestión de riesgos de un Fondo implica el monitoreo, medición y gestión del riesgo de mercado, riesgo de contraparte, riesgo de liquidez, riesgo reputacional, riesgo operativo, entre otros.

Se debe contar además con los siguientes componentes que permitan monitorear los riesgos: i) políticas y procedimientos para el manejo del riesgo establecidas por el directorio del fondo, ii) metodologías para la medición del riesgo, iii) definición de límites y alertas para el monitoreo del riesgo, iv) elaboración de reportes para la información del directorio y las entidades involucradas y, v) auditoría periódica de la gestión de inversión y riesgo del fondo.

### *Requerimientos de transparencia*

La información periódica y la transparencia son componentes claves en la gestión de un fondo soberano, estos componentes permiten generar disciplina entre los diferentes agentes que cumplen alguna función en el fondo, principalmente en el administrador, dado que se trata de fondos públicos.

En ese sentido, la información debe ser puesta a disposición del público en general con el objetivo de generar mayor confianza y darle legitimidad al fondo y mantener controlado el riesgo reputacional.

Por tanto se tienen al menos dos tipos de entes a los cuales se debe atender, las autoridades del fondo y el público en general. Así, se deben elaborar informes externos que brinden certeza al público en general, principalmente a los inversionistas del sistema financiero respecto del comportamiento pasado y futuro del fondo dado que por su tamaño, su gestión puede tener impacto en el comportamiento de los agentes del sistema financiero. Además, se debe mantener un sistema de información que le permita al propietario y a las entidades encargadas de su vigilancia (auditores, congreso de la república, etc.) poder monitorear periódicamente al administrador del Fondo.

En los siguientes puntos se analizará el marco sobre el cual se gestiona el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile (FEES) y el Fondo de Ahorro y Estabilización de Colombia (FAE) con el objetivo de compararlos con el Fondo de Estabilización Fiscal del Perú (FEF), teniendo en cuenta que en los tres casos se trata del tipo de fondo soberano conocido como Fondo de Estabilización por el

objetivo que busca cumplir y evaluar si el marco de gestión del FEF está alineado con la de estos fondos y con el marco propuesto en las líneas anteriores.

#### 4.2. Gestión de fondos soberanos de Chile y Colombia versus Perú

De acuerdo al análisis realizado y tomando en cuenta los aspectos más relevantes de la gestión de fondos soberanos se ha podido identificar las siguientes diferencias y similitudes entre el Fondo de Estabilización Económico y Social de Chile, el Fondo de Ahorro y Estabilización de Colombia y el Fondo de Estabilización Fiscal del Perú, las cuales se resumen en el siguiente cuadro y se desarrollan en los siguientes puntos.

Cuadro N° 06-A  
Cuadro comparativo

	FEES - Chile	FAE - Colombia	FEF - Perú
Año	2006	2011	1999
Objetivo	Contribuir a la estabilidad macroeconómica. Financiar eventuales déficits fiscales o amortizar deuda pública	Contribuir a la estabilidad macroeconómica y fiscal. Financiar gasto contra cíclico y amortizar deuda pública	Contribuir a la estabilidad económica mediante acumulación de superávits fiscales en épocas de crecimiento
Regla de acumulación	Superávit fiscal mayor a 0.5% de PBI	30% de los ingresos anuales del Sistema General de Regalias	Saldo presupuestal de libre disponibilidad por RO, 10% privatización y pago concesiones
Mecanismo de desahorro	Mediante Decreto del Ministerio de Hacienda	Comunicación de DCTP a administrador (BC)	Informe a Presidente FEF por disminución RO. Aprobación de congreso por emergencia nacional ,crisis o evidencia de PBI decreciente
Propietario	Fisco de Chile y el titular es la Tesorería General.	Ministerio de Hacienda	Gobierno General
Administrador	Banco de Chile (Agente Fiscal)	Banco de la República (Fideicomiso)	

Elaboración propia

**Cuadro N° 06-B**  
**Cuadro comparativo**

	<b>FEES - Chile</b>	<b>FAE - Colombia</b>	<b>FEF - Perú</b>
<b>Elección de estrategia de inversión</b>	Ministerio de Hacienda junto con Comité Asesor	Comité de Inversiones: Min de Hacienda, de Energía y Dir de Planeación y GG-BC (sin voto)	Directorio FEF: Ministro Economía, Representante PCM y Presidente BCRP
<b>Órganos de Apoyo</b>	Comité Financiero: Profesionales experimentados en gestión de carteras. Se reúne al menos semestralmente.	Reuniones trimestrales Grupo Financiero Asesor: Viceministro de Hacienda, Director DCTP y Sub-Director de Riesgos. Grupo Técnico de Apoyo.	Reuniones trimestrales de Directorio FEF. En la práctica una al año de entrega de resultados.
<b>Objetivo de política de inversión</b>	Maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente caídas cíclicas de los ingresos fiscales.	Mantener un portafolio de riesgo bajo en dólares americanos.	No existe.
<b>Política de inversión</b>	Alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad.		Localmente en el BCRP y en el exterior bajo los lineamientos BCRP.
<b>Estrategia de inversión</b>	Enfoque pasivo replica portafolio de referencia. Renta fija (92.5%) y la diferencia en renta variable.	Tramo capital de trabajo: proveer liquidez (3%) Tramo de inversión (97%)	Depósitos a plazo en USD en BCRP

Elaboración propia



**Cuadro N° 06-C**  
**Cuadro comparativo**

	<b>FEES – Chile</b>	<b>FAE - Colombia</b>	<b>FEF - Perú</b>
<b>Administrador Renta Fija</b>	Banco Central de Chile	Banco de la Republica (fideicomiso)	
<b>Administrador de Renta Variable</b>	Gestores de inversión internacionales, por licitación		
<b>Límites de inversión por instrumento</b>	34% mercado monetario, 55% en bonos soberanos, 3,5 en bonos indexados a inflación y 7.5% en acciones	71% en bonos soberanos (bonos USA y Colombia) 27% en cuasi soberanos (Alemania, Francia, Austria) y 2% en corporativos (USA y Canadá)	100% en depósitos a plazo BCRP
<b>Límites de inversión por monedas</b>	40% de dólares, 25% de euros, 20% de yenes y 7.5% de francos suizos		100% en dólares americanos
<b>Rentabilidad promedio anual</b>	3.5%	0.28%	0.20%

Elaboración propia

### El Fondo de Estabilización Económica y Fiscal y Social de Chile (FEES)

Chile a partir del 2006, mantiene dos fondos soberanos, el Fondo de Estabilización Económico y Fiscal (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FPR). El primero tiene como objetivo acumular recursos para financiar eventuales déficits fiscales o amortizar deuda pública y el segundo, busca complementar el financiamiento de futuras obligaciones fiscales por pagos de pensiones.

El FEES se creó en el año 2006, a partir de la unión del Fondo de Estabilización de los Ingresos Fiscales y el Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre. Su objetivo es acumular recursos para financiar eventuales déficits fiscales o amortizar la deuda pública<sup>24</sup>.

El FEES se incrementa si es que el superávit fiscal del año es mayor a 0,5% del PBI, en tal caso se ingresa al FEES la diferencia entre el exceso y el 0,5% del superávit fiscal con respecto al PBI.

<sup>24</sup> Decreto con Fuerza Ley N°1 – 2007 de Chile.

Además, puede ser utilizado en cualquier momento con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público en caso de déficit fiscal y para la amortización, regular o extraordinaria, de deuda pública. Por ejemplo ante eventuales ciclos adversos de la economía que afecten los ingresos del fisco, el presupuesto podría financiarse con parte de los recursos del FEES sin la necesidad de acudir al endeudamiento. Asimismo, los retiros del FEES se formalizan mediante un decreto del Ministerio de Hacienda.

El FEES es propiedad del Fisco de Chile y la Tesorería General es el titular de los recursos<sup>25</sup>. El Ministro de Hacienda es el responsable de la administración y de la estrategia de inversión del FEES.

Con respecto a la administración del FEES, el Ministro de Hacienda tiene la potestad de solicitar al Banco Central de Chile la administración de parte o del total del FEES, en su calidad de agente fiscal<sup>26</sup>.

Entre las funciones de agente fiscal se destacan: abrir una cuenta corriente a nombre de la Tesorería General para los Recursos del FEES; recibir, registrar y depositar en la cuenta corriente del FEES los recursos transferidos; informar diariamente al Ministro el movimiento que tenga la cuenta corriente y administrar directamente los recursos por cuenta y riesgo del Fisco.

En la misma línea, el agente fiscal tiene completa facultad para decidir sobre la compra, venta, rescate e intercambio de instrumentos de inversión y realizar contratos de cambio de divisas (al contado y a plazo), siempre que estas decisiones guarden relación con el objetivo de administración de recursos que consiste en obtener retornos mensuales similares al portafolio de referencia establecido, de acuerdo a un estilo de administración pasivo. Al cierre del 2013, el Banco Central de Chile se encarga de la administración del FEES.

Asimismo, el Banco Central de Chile, en su calidad del administrador, debe mantener las inversiones del FEES en cuentas separadas en su balance indicando que son propiedad del Fisco de Chile; tiene que informar diariamente sobre la valorización del portafolio y, debe reunirse y preparar informes mensuales para el Tesoro Público sobre su desempeño en la administración del Fondo y el desarrollo del mercado<sup>27</sup>.

Con respecto a la estrategia de inversión del FEES, de acuerdo a la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Ministro de Hacienda debe contar con un Comité

---

<sup>25</sup> Ley 20.128 (Sobre responsabilidad fiscal) de Chile.

<sup>26</sup> Decreto 1.383 (Designan al Banco Central como agente fiscal) de Chile.

<sup>27</sup> Decreto con Fuerza Ley N°1 – 2006 de Chile.

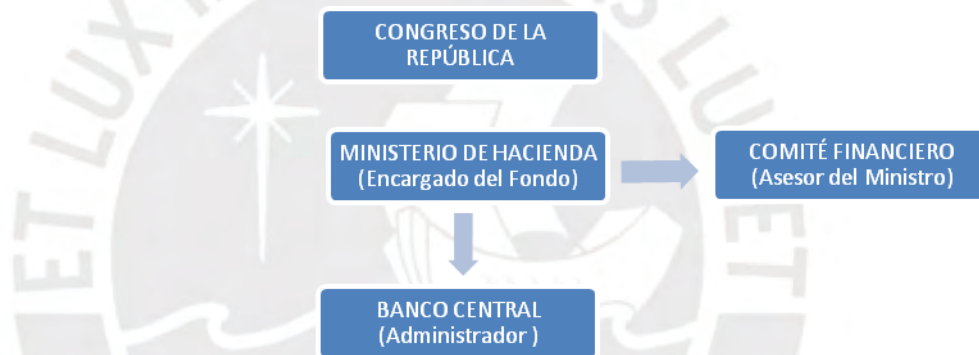


Asesor (Comité Financiero) que monitoree la inversión de los recursos y aconseje al Ministro acerca de las directrices de la estrategia de inversión.

Los miembros son personas experimentadas en la gestión de carteras de inversión, han ejercido la gerencia en entidades financieras o se han desempeñado como académicos. El Comité se debe reunir por lo menos una vez por semestre.

De esta forma la institucionalidad del FEES se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro N°07  
Estructura organizacional para la gestión del FEES



Elaboración propia

El objetivo principal de la política de inversión es maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas de los ingresos fiscales. En línea con este objetivo, el portafolio de inversión está conformado por instrumentos de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad lo cual permite disponer de los recursos para financiar los potenciales déficits y evita incurrir en pérdidas significativas de valor.

Desde agosto del 2013, la política de inversión establece que los recursos del FEES sean invertidos 92,5% en instrumentos de renta fija internacional y en monedas de reserva que típicamente se ven favorecidas en casos de crisis y un 7.5% en instrumentos de renta variable, antes de esa fecha la política de inversión se centraba en inversiones 100% en instrumentos de renta fija.

El portafolio de renta fija del FEES es administrado por el Banco Central de Chile y el portafolio de renta variable es gestionado por gestores de inversión internacionales contratados por el Banco Central, previa licitación.

Los activos en los que pueden ser invertidos los recursos del FEES se distribuyen de la siguiente manera: 34% en el mercado monetario, 55% en bonos soberanos, 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación y 7,5% en acciones. Las monedas elegibles son el dólar estadounidense (40% del total), euros (25% del total), yenes (20% del total) y francos suizos (7,5% del total). Los emisores elegibles son emisores soberanos y bancarios: en el caso de los soberanos, los países seleccionables para la compra son Estados Unidos, Alemania, Japón y Suiza, de acuerdo al portafolio de referencia. Y para los instrumentos bancarios de largo plazo, la clasificación no debe ser menor a A-<sup>28</sup>.

Previo a agosto 2013 la política de inversión establecía que solamente se invirtiera en instrumentos de renta fija y los límites para la composición del portafolio eran los siguientes: 30% en el mercado monetario, 66,5% en bonos soberanos y 3,5% en bonos soberanos indexados a la inflación. Las monedas elegibles eran el dólar estadounidense (entre 48% - 52%), euros (entre 38% - 42%) y yenes (entre 8% - 12%). Los emisores elegibles eran emisores soberanos y bancarios: en el caso de los soberanos, los países seleccionables para la compra eran Estados Unidos, Alemania y Japón. Y para los instrumentos bancarios de largo plazo, la clasificación no debía ser menor a A-. La proporción dentro del portafolio era de 80% como mínimo y 90% como máximo en soberanos y la diferencia en bancarios.

Las inversiones, de acuerdo al enfoque pasivo de la estrategia, se guían por un portafolio de referencia respecto del cual se mide su desempeño en rentabilidad que no se puede desviar más de 50 puntos básicos.

El FEES inició con un aporte de US\$ 13 100 millones. Al cierre del 2013 ha recibido aportes por US\$ 21 766 millones, se han retirado US\$ 9 428 millones, ha percibido intereses devengados por US\$ 2 205 millones y ganancias de capital por US\$ 886 millones, sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente de US\$ 9,7 millones.

---

<sup>28</sup> En al menos dos de las clasificadoras internacionales de riesgo Fitch, Moody's y Standard and Poors.

Cuadro N° 08  
Evolución del valor de mercado del FEES

Expresado en millones de USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Valor de Mercado Inicial</b>	-	14,033	20,211	11,285	12,720	13,156	14,998
<b>Aportes</b>	13,100	5,000	-	1,362	-	1,700	603
<b>Retiros</b>	-	-	-9 278	-150	-	-	-
<b>Intereses Devengado</b>	326	624	404	228	237	202	184
<b>Ganancias (pérdidas) de capital</b>	607	556	-51	-4	201	-60	-364
<b>Costos de adm, Custodia y Otros</b>	-0.3	-2.0	-1.6	-1.1	-1.2	-1.3	-2.2
<b>Valor de Mercado Final</b>	<b>14,033</b>	<b>20,212</b>	<b>11,285</b>	<b>12,720</b>	<b>13,157</b>	<b>14,998</b>	<b>15,419</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile

Es importante resaltar que durante el 2009, la crisis mundial generó una caída en los ingresos del gobierno chileno por lo que se decidió utilizar parte de los recursos del FEES para financiar el déficit fiscal y realizar un plan de estímulo, esto se pudo lograr rápidamente porque el Ministerio de Hacienda tenía la potestad para tomar esta decisión de acuerdo al Reglamento del FEES.

Al cierre del 2013, el 74,3% de los recursos del FEES se encuentran invertidos en instrumentos de riesgo soberano (33,5% en bonos de Estados Unidos, 18,6% en bonos de Alemania, 14,8% en bonos de Japón y el saldo restante en bonos de Suiza), 17,7% en instrumentos de riesgo bancario (principalmente en bancos con clasificación AAA, AA y A+) y 8,1 en instrumentos de renta variable. Además, la composición del portafolio muestra un nivel de diversificación por monedas ya que 44% del portafolio se encuentra en dólares americanos, 25,9% en euros, 20,6% en yenes y 7,7% en francos suizos)

Asimismo es importante tener en cuenta que de acuerdo al objetivo del Fondo, el portafolio del FEES tiene una duración promedio de 4,7 años al cierre del 2013.

La rentabilidad<sup>29</sup> del Fondo desde el inicio expresado en dólares americanos ha sido de 3,5% anual, sin embargo en el año 2013 logró una rentabilidad de -1.25% anual, obtenida del resultado de la rentabilidad del portafolio de renta fija de

<sup>29</sup> Para la medición de la rentabilidad obtenida utilizan el método “Time-Weighted Rate of Return” que elimina los efectos de los flujos entrantes o salientes en el rendimiento del portafolio.

-2.02% y del portafolio de renta variable de 12.06%, el cual tiene una proporción menor en la composición del fondo.

La rentabilidad del FEES se calcula en dólares americanos por lo que existe un efecto del tipo de cambio entre las diferentes monedas que conforman el portafolio (euros, yenes, francos suizos, etc.), en el 2013 el efecto cambiario significó una rentabilidad negativa de -0.94% anual por tanto la pérdida del portafolio de renta fija en moneda de origen fue de -1.08%.

El Ministerio de Hacienda ha desarrollado un índice a través del cual le hace seguimiento diario al desempeño del administrador a través de los retornos obtenidos por el portafolio, los cuales, de acuerdo a la estrategia pasiva establecida, deben ser muy similares al portafolio de referencia. La diferencia entre el portafolio del FEES y el portafolio de referencia, indicador de desempeño, en el 2013 fue de 1 punto básico mientras que desde el inicio el retorno anualizado del FEES ha estado por debajo en 10 puntos básicos del portafolio de referencia.

Respecto a la información del FEES se puede observar que el administrador elabora informes con diferentes periodicidades: informes mensuales, informes trimestrales e incluso informes anuales a pesar de que legalmente solo tiene la obligación de los dos primeros, en ellos muestra el desempeño del FEES, la gestión del riesgo, la composición del portafolio, entre otros factores; estos informes son puestos a disposición del público a través de la página web del Ministerio de Hacienda.

La transparencia en la información respecto a la gestión de su Fondo le ha valido a Chile que desde el 2007 el Sovereign Wealth Fund Institute le otorgue el puntaje máximo en su índice de transparencia de información de los principales fondos soberanos del mundo.

#### Fondo de Ahorro y Estabilización de Colombia (FAE)

El FAE se creó el 05 de julio del 2011 con el objeto de contribuir a la estabilidad macroeconómica y fiscal del país<sup>30</sup>.

El Fondo se constituye con los ingresos del Sistema General de Regalías<sup>31</sup>, teniendo como límite máximo el 30% de los mismos. En caso que los recursos del FAE excedan el 30% de los ingresos anuales del Sistema General de Regalías tal excedente se distribuye entre los partícipes del FAE.

---

<sup>30</sup> El FAE fue creado el 18 de julio de 2012 mediante los artículos 360 y 361 de la Constitución Política de Colombia.

<sup>31</sup> Explotación de los recursos naturales no renovables.

Los recursos del Fondo se pueden destinar a la amortización de la deuda pública, a los gastos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica y a la financiación del gasto contra cíclico. Además, si es que en un año fiscal los ingresos del Sistema General de Regalías son menores a la suma total de Fondos<sup>32</sup> que deben ser cubiertos por tales ingresos entonces se des ahorran los recursos del FAE para cubrir la diferencia.

Para que se lleve a cabo el desahorro, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional de Colombia comunica a su agente, el Banco de la República, el monto de desahorro desagregado por partícipe, en dólares estadounidenses.

El Tesoro Nacional de Colombia tiene la potestad de realizar depósitos en cuentas bancarias o depósitos remunerados en el exterior ante dos situaciones, i) en el intervalo de tiempo generado entre la fecha en que recibe los recursos para ser depositados en el FAE y la fecha en que recibe la información relacionada a la distribución por partícipes, momento en el cual los rendimientos financieros netos deben ser enviados al Banco de la República junto con el depósito y ii) en caso de desahorro en el que se podrá rentabilizar los recursos mientras se determina la distribución por partícipe, luego de esto se venden los dólares estadounidenses en condiciones de mercado, siendo los beneficiarios del desahorro los que asuman los costos y efectos cambiarios derivados de tales operaciones<sup>33</sup>.

El Banco de la República es el administrador del Fideicomiso FAE establecido por ley y el Gobierno Nacional mediante el Comité de Inversiones es el encargado de establecer la política de inversión.

---

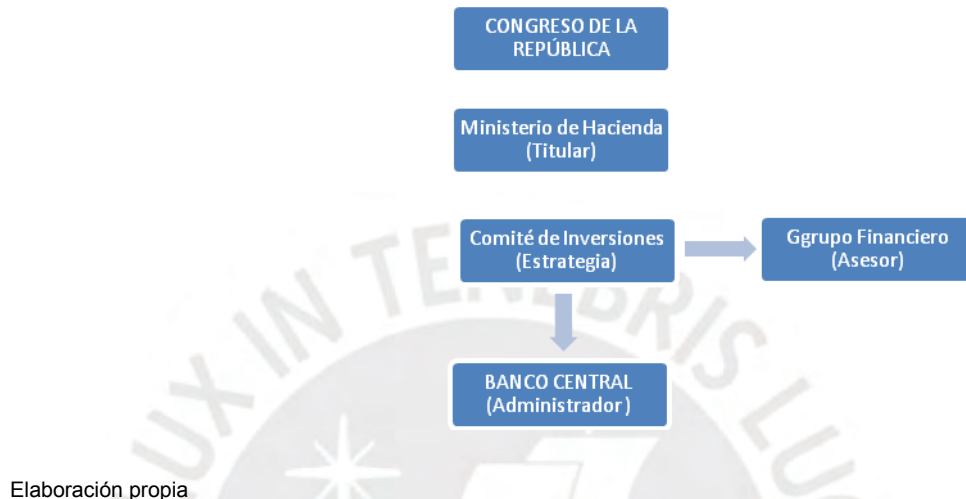
<sup>32</sup> Fondo de Compensación Regional, Fondo de Desarrollo Regional y el Fondo de Ciencia, Tecnología e Innovación, de acuerdo al Reglamento para la administración del Fondo de Ahorro y Estabilización del Sistema General de Regalías de Colombia.

<sup>33</sup> En ningún caso los partícipes del Fondo recibirán los recursos en una moneda diferente al peso colombiano, de acuerdo al Reglamento para la administración del Fondo de Ahorro y Estabilización del Sistema General de Regalías de Colombia.



De esta forma la institucionalidad del FAE se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro N°09  
Estructura organizacional para la gestión del FAE



Elaboración propia

En este caso, las inversiones del Fondo solamente se pueden realizar en instrumentos financieros denominados en moneda extranjera, y emitidos en el exterior<sup>34</sup>.

Las inversiones pueden realizarse en títulos representativos de deuda colombiana siempre que no sean adquiridos en el mercado primario. El riesgo cambiario no es asumido en ningún caso por la Nación. Además, el Banco de la República envía a los miembros del Comité de Inversiones informes cuya periodicidad y condiciones dependerá del requerimiento del mismo. El Ministerio de Hacienda debe realizar un informe trimestral acerca de la administración del FAE para el público en general.

Además, el Comité de Inversiones está conformado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público, el Ministro de Minas y Energía y el Director del Departamento Nacional de Planeación. El Gerente General del Banco de la República y quien ejerza la auditoría del Fideicomiso asisten al Comité con voz pero sin voto.

Asimismo, el Comité de Inversiones tiene entre sus funciones las siguientes: determinar la política de inversión del fideicomiso; definir las clases de activos admisibles; definir la asignación estratégica de activos (la distribución de las clases de activos y la composición cambiaria); definir los criterios generales para

<sup>34</sup> De acuerdo al Reglamento de Administración del Fondo de Ahorro y Estabilización del Sistema General de Regalías.

la selección de inversiones, las operaciones con derivados, repos y transferencia temporal de valores; establecer límites máximos e individuales de inversión para los instrumentos financieros y las contrapartes; establecer criterios generales para la selección y aprobación de contrapartes, corresponsales bancarios, administradores externos, custodios y asesores de inversión; hacer seguimiento del desempeño del Fideicomiso FAE y de las políticas establecidas; determinar la periodicidad y el contenido de los informes periódicos que le presentará en Banco de la República; entre otras.

De la misma manera, el Comité de Inversiones se reúne al menos una vez cada trimestre del año. Además, las decisiones tomadas en el Comité tienen en cuenta la capacidad operativa del Banco de la República. La Secretaria del Comité está a cargo del Banco de la República.

El Comité de Inversiones cuenta con un Grupo Financiero Asesor integrado por el Viceministro de Hacienda, el Director General de Crédito Público y Tesoro Nacional y el Subdirector de Riesgos del Ministerio de Hacienda y se puede invitar al Director de Reservas del Banco de la República y a dos personas externas.

Además, existe un Grupo Técnico de Apoyo para el Comité de Inversiones y el Grupo Financiero Asesor en el Ministerio de Hacienda, encargado de elaborar las actas y los informes para el funcionamiento del Comité y el Grupo.

El portafolio del FAE se valoriza diariamente y se expresa en dólares estadounidenses. La contabilidad se lleva en dólares americanos a través de cuentas de orden fiduciarias en el Banco de la República. Además el Banco de la República debe enviar mensualmente a la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional información sobre el valor de mercado del Fondo en dólares estadounidenses.

El FAE inició con un aporte de US\$ 372,6 millones en el 2012. Al cierre del 2013 ha recibido aportes por US\$ 1 271 millones, no se han realizado retiros, ha percibido intereses devengados por US\$ 5,5 millones, sus costos de administración y custodia han sido aproximadamente de US\$ 2,6 millones.

Cuadro N° 10  
Evolución del valor de mercado del FAE

Expresado en millones de USD	III2012	IV2012	I2013	II2013	III2013	IV2013
<b>Saldo Inicial</b>	372.6	569.7	820.3	956.7	1038.8	1258.6
<b>Aportes</b>	197.2	250.5	135.9	81.4	218.8	386.9
<b>Rendimientos Inv. Neg</b>	0.22	3.89	3.64	3.26	7.23	3.86
<b>Rendimientos Inv. a Venc</b>	-	3.04	6.05	7.07	8.13	8.96
<b>Costos de adm. y gastos</b>	-1.3	-5.7	-4.5	-3.9	-4.8	-6.0
<b>Valor de Mercado Final</b>	<b>569.7</b>	<b>820.3</b>	<b>956.7</b>	<b>1038.8</b>	<b>1258.6</b>	<b>1646.6</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia

Es importante resaltar que el FAE tiene como objetivo de inversión mantener un portafolio de riesgo bajo en dólares americanos y para lograrlo divide el portafolio en dos tramos, el tramo de capital de trabajo con el objetivo de proveer liquidez en caso de retiros del Fondo y el tramo de inversión con un horizonte de mayor plazo; una parte del tramo de inversión se invierte para maximizar la rentabilidad y la parte restante se invierte en bonos de la República de Colombia.

En promedio, desde sus inicios, el FAE ha mantenido 3% del portafolio total en el tramo de capital de trabajo y la diferencia en el tramo de inversión, ya que el FAE se encuentra en una etapa de acumulación en la que se presentan aún retiros así, de acuerdo a sus estimaciones, es suficiente para cubrir los requerimientos de liquidez en situaciones normales<sup>35</sup>.

Al cierre del 2013, el 71,0% de los recursos del tramo de inversión del FAE se encuentran invertidos en instrumentos de riesgo soberano (55% en bonos de Estados Unidos y 17% en bonos de Colombia), mejorando la distribución inicial (2012) en la que el 100% del tramo de inversión se mantenía en bonos de Estados Unidos; 27% en instrumentos cuasi soberanos (emisiones de entidades de Alemania, Francia, Austria, Holanda y Luxemburgo; todas con una calificación de riesgo mayor o igual a AA-) y 2% en instrumentos corporativos (emisiones de Estados Unidos, Australia y Canadá). Esto, además implica una importante diversificación por monedas.

<sup>35</sup> De acuerdo al informe correspondiente al cuarto trimestre del 2013 del Fondo de Ahorro y Estabilización.

Es importante resaltar la participación de instrumentos de deuda soberana colombiana en un 17%, brindando diversificación y además generando un impacto positivo en el mercado de deuda pública.

Asimismo es importante tener en cuenta que de acuerdo al objetivo del Fondo, el portafolio del FAE tiene un plazo de 0,93 años al cierre del 2013.

El retorno bruto del FAE<sup>36</sup> desde el inicio expresado en dólares americanos, ha sido de 0.28% anual, logrando posicionarse por encima del índice de referencia en 6 puntos básicos. El retorno neto del FAE<sup>37</sup> fue de 4%, 3 puntos básicos por encima del índice de referencia.

Es importante mencionar que la inclusión de los bonos de la República de Colombia generaría un incremento en el retorno bruto de 0.25% anual.

Respecto a la información del FAE se puede observar que el Ministerio de Hacienda elabora informes con diferentes periodicidades: informes mensuales e informes trimestrales que son los que legalmente están obligados, en ellos muestra el desempeño del FAE, la gestión del riesgo, la composición del portafolio, entre otros factores; estos informes son puestos a disposición del público a través de la página web del Ministerio de Hacienda.

#### Fondo de Estabilización Fiscal del Perú (FEF)

El artículo 6 del Texto Único Ordenado de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF)<sup>38</sup> del año 1999 estableció la creación del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), el cual está adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas y es administrado por un Directorio conformado por tres miembros: el Ministro de Economía y Finanzas, el Presidente del Banco Central de Reserva del Perú y un representante designado por el Presidente del Consejo de Ministros. Los recursos del Fondo son intangibles y deben ser depositados en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) o invertidos en el exterior, en este último caso se seguirán criterios similares a los que utiliza el BCRP para las reservas internacionales, de acuerdo a lo establecido en la normativa.

---

<sup>36</sup> Sin tomar en cuenta los bonos de la República de Colombia.

<sup>37</sup> Sin tomar en cuenta los bonos de la República de Colombia.

<sup>38</sup> Ley 27245 elaborada en el año 1999. En el transcurso de la elaboración del presente informe, se elaboró la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal 2014 que rige a partir del 2015, en ella se han tomado en cuenta algunas de la recomendaciones realizadas en las que destacan que, en adelante el Directorio del FEF sesionará al menos 4 veces al año (anteriormente no existía una periodicidad mínima de reuniones, en la mayor parte de los años el Directorio solamente sesionaba una vez al año para la entrega de los resultados del FEF); además, el Directorio contará con el apoyo de una Secretaria Técnica que se encargará de presentarle las propuestas de los lineamientos de inversión que guíen al FEF, la estrategia de inversión, entre otros. La labor de la Secretaria Técnica será ejercida por la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público.

De esta forma la institucionalidad del FEF se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro N°11  
Estructura organizacional del FEF



Elaboración propia

El objetivo de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, de la que el FEF forma parte, es contribuir a la estabilidad económica del país mediante la acumulación de superávits fiscales en los periodos favorables y controlando los déficits fiscales en épocas de menor crecimiento<sup>39</sup>.

El artículo 7 del Texto Único Ordenado de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) considera como recursos del FEF: i) El saldo presupuestal de libre disponibilidad del Tesoro Público obtenido al final de cada año fiscal en la fuente de financiamiento de Recursos Ordinarios, siempre que sea positivo<sup>40</sup>, ii) el 10% de los ingresos líquidos de cada operación de venta de activos por privatización; y, iii) el 10% de los ingresos líquidos del pago inicial por concesiones del Estado.

Asimismo, el artículo 8 del Texto Único Ordenado de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) establece que los recursos del FEF sólo podrán ser utilizados ante: i) una disminución en los ingresos corrientes de la fuente de financiamiento de Recursos Ordinarios mayor a 0,3% del PBI con respecto del promedio de la misma relación de los últimos 3 años, caso en el que se podrán utilizar recursos hasta por un monto equivalente a la disminución de ingresos que excedan el límite de 0,3% y hasta por 40% de los recursos de dicho

<sup>39</sup> Síntesis del artículo 1 y 2 de la Ley 27245-1999 de Prudencia y Transparencia Fiscal

<sup>40</sup> El saldo presupuestal es la diferencia entre los ingresos registrados en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios y los gastos totales devengados por la referida fuente, incluyendo los relativos a las obligaciones requeridas para la atención del servicio de la deuda pública.



Fondo<sup>41</sup>, ii) ante una emergencia nacional o de crisis internacional que puedan afectar seriamente a la economía<sup>42</sup>; y, iii) cuando exista evidencia suficiente de que el PBI en términos reales viene decreciendo. En el primer caso, es necesario para el uso, un informe previo del Viceministro de Economía al Presidente del Directorio del FEF conteniendo la previsión de ingresos corrientes de la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios; en el segundo y tercer caso, al tratarse de reglas de excepción, el Ministerio de Economía y Finanzas deberá emitir un informe que sustente la situación económica negativa del país a la Presidencia del Consejo de Ministros y éste solicitará la aprobación al Congreso de la República<sup>43</sup>.

El artículo 9 del Reglamento de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal<sup>44</sup> establece que el Directorio del FEF deberá reunirse por lo menos una vez cada trimestre del año para cumplir con las funciones que se le han conferido. Sin embargo el Directorio solamente se ha reunido una vez al año para revisar los resultados del FEF al final de cada año.

El artículo 13 del Reglamento de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal determina que luego de la presentación anual del monto de ahorro acumulado del FEF, si es que existieran recursos excedentes sobre el límite establecido de 4% con respecto al PBI, entonces deberán ser utilizados para financiar operaciones de reducción de deuda pública, previo informe de la Dirección General de Crédito Público<sup>45</sup> al Viceministro de Hacienda; tal propuesta no debe considerar los pagos por servicio de deuda presupuestados para el año corriente.

El artículo 10 del Reglamento de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal determina como funciones del Directorio del FEF, elegir las instituciones donde se efectuaran los depósitos y colocaciones del Fondo y aprobar el balance y evaluación de los ingresos y egresos y el saldo de los recursos del FEF de cada ejercicio fiscal.

En el 2007, por acuerdo 005-2007, el Directorio del FEF determinó que los recursos del Fondo sean depositados en dólares estadounidenses.

Al cierre de diciembre 2013, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal ascienden a USD 8 590 millones, depositados en su totalidad en el BCRP, el FEF

---

<sup>41</sup> Se utilizará principalmente para cubrir gastos de programas focalizados destinados al alivio de pobreza

<sup>42</sup> La situación económica es de emergencia cuando, i) el crecimiento real del PBI es negativo durante por lo menos tres trimestres consecutivos, o ii) se produce una elevación significativa de las tasas de interés internacionales que eleven los pagos anuales de intereses de la deuda pública en más de 0.4% del PBI.

<sup>43</sup> De acuerdo al Reglamento de la Ley 27245-1999 de Transparencia y Responsabilidad Fiscal.

<sup>44</sup> Aprobado por el Decreto Supremo N° 151-2004-EF.

<sup>45</sup> Hoy, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público.

inició con un saldo de USD 100,3 millones en el año 2000. El 100% del total se encuentran en depósitos a plazos con una duración de 0.4 años.

Cuadro N° 12  
Evolución del valor de mercado del FEF

Expresado en millones de USD	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Saldo Inicial	-	100	183	312	295	302	314	336	485	1807	1813	2114	5627	7169
Aportes	100	174	129	5	6	12	22	149	1321	7	300	3513	1543	1387
Retiros	0	92	0	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Devengado	3	6	4	3	4	9	16	21	26	4	4	8	6	8
Saldo Final	100	183	312	295	302	314	336	485	1807	1814	2114	5627	7169	8590
Rendimiento promedio anual		3,9%	1,4%	1,0%	1,3%	3,1%	4,8%	5,2%	2,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas del Perú

Desde sus inicios el FEF se mantiene en depósitos a plazo o a la vista en el BCRP y en dólares americanos, no se tiene una estrategia de inversión que vaya más allá de mantener la totalidad de los recursos en dólares americanos. Además la duración del FEF es cercana al medio año como si la mayor parte de esos recursos fueran a usarse inmediatamente.

Se puede observar que el rendimiento anual del FEF, medida como el interés obtenido por los depósitos realizados respecto del saldo promedio inicial y final en el año, es en promedio en los últimos 5 años de 0,2% solamente.

#### 4.3. Conclusiones

Existe similitud en el objetivo para el que fueron creados los Fondos analizados de Chile, de Colombia, y el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) del Perú. Los tres buscan contribuir a la estabilidad económica y fiscal de acuerdo a ley, y además forman parte de planes de Responsabilidad Fiscal que establecen reglas para la acumulación de recursos en épocas de bonanza (reglas macro fiscales, regla de balance estructural, etc.).

En relación a la regla de acumulación de recursos, en los tres casos se maneja un indicador que relaciona la fuente de ingresos y el PBI. Colombia maneja un tope máximo anual para la transferencia de recursos (30% de las regalías con respecto al PBI), Perú impone un tope máximo acumulado (hasta que

llegué al 4% del PBI) y Chile acumula anualmente en el Fondo, el superávit fiscal que sea mayor al 0.5% del PBI del año anterior.

Solamente en el caso de Perú se establece que ante un exceso sobre el límite de acumulación, el excedente se destine al pago de la deuda. En el caso de Chile, el exceso total, de acuerdo a su regla, forma parte del Fondo y en Colombia si existe un exceso, éste se reparte entre los participantes del Fondo. Además, en los otros dos países la ley considera flexiblemente que si se presenta un escenario de desaceleración económica, los Fondos pueden ser usados para el pago de la deuda, en el caso del Perú el uso prioriza los programas focalizados en reducir la pobreza.

Existe cierta distancia en la flexibilidad para la oficialización del uso de los recursos de los Fondos. Mientras que en Chile y Colombia se le otorga la facultad operativa de desahorro a sus respectivos Ministerios de Hacienda de acuerdo a las causales que se establecen por ley, ya sea por medio de un decreto del Ministerio o una comunicación formal al Banco Central, en el Perú el Ministerio de Economía y Finanzas debe presentar un informe a la Presidencia del Consejo de Ministros y luego este último solicita la aprobación del desahorro en el Congreso de la República, siendo muy probable que la utilización del FEF no se produzca en el momento en que se necesite por trabas burocráticas o intereses políticos.

En los 3 Fondos se establece por ley que el Titular de los recursos sea el Ministerio de Economía y Finanzas<sup>46</sup>.

Existen diferencias con respecto a la administración operativa de los Fondos. En el caso del Perú se establece que la administración del FEF recaerá en un Directorio conformado por 3 miembros; Colombia, otorga la administración del FAE al Banco de la República; y en Chile, el Ministerio de Hacienda es el administrador del Fondo; sin embargo, tiene la facultad de solicitar al Banco Central de Chile la administración total o parcial del Fondo<sup>47</sup>. En los tres casos tales disposiciones forman parte de la Ley.

En el caso de Chile y Colombia, la estrategia de inversión de los Fondos es dada por los respectivos Comités encargados para que luego cada Banco Central tan solo administre operativamente estos recursos y cumpla con la estrategia establecida por el Comité, y con informar acerca de su gestión al Ministerio de Hacienda y a los Comités respectivos. En el caso del Perú existe participación del Banco Central en las decisiones de inversión del FEF, ya que el Presidente de este organismo es miembro del Directorio del FEF.

---

<sup>46</sup> Ministerio de Hacienda en el caso de Chile y Ministerio de Hacienda y Crédito Público en el caso de Colombia.

<sup>47</sup> En la actualidad el Banco Central de Chile administra el FEES.

En el caso de Chile y Colombia se encuentra un detalle bastante amplio en relación a las funciones que deben cumplir los órganos encargados de establecer la política de inversiones de sus respectivos Fondos de Estabilización (el Comité de Inversiones para Colombia y el Comité Financiero para Chile). En el caso de Perú, el Directorio tiene solamente dos funciones de acuerdo al Reglamento, determinar las instituciones donde se efectuaran los depósitos del FEF y aprobar el Balance de los ingresos y egresos del FEF en cada ejercicio fiscal, lo que le añade rigidez y dificulta su gestión en relación al resto de activos y pasivos.

Existe menor discrecionalidad por parte del órgano encargado de establecer la estrategia de inversión del FEF en comparación con los otros dos Fondos, ya que por ley se establece que en caso de invertir los recursos del FEF en el extranjero se debe seguir la estrategia utilizada por el Banco Central de Reserva del Perú para las Reservas Internacionales cuyo fin es distinto (corto plazo y no largo plazo). En el caso del FEES y del FAE es una función de los órganos encargados establecer la estrategia y definir en su totalidad los parámetros de la misma.

La existencia de órganos de apoyo con altas calificaciones profesionales para la construcción, variación y seguimiento de la estrategia de inversión de los Fondos de Estabilización es una práctica normada en la ley en el caso de Chile y Colombia. Chile mantiene un Comité de Inversiones que asesora al Ministro de Hacienda y está conformado por personas que no tienen una función pública y que han sido profesores universitarios o gerentes de instituciones financieras. Colombia, además del Comité de Inversiones, tiene un Grupo Financiero Asesor conformado por Directores del Ministerio de Hacienda, un Grupo Técnico de Apoyo que periódicamente elabora informes para el funcionamiento de ambos equipos y debe consultar al menos una vez al año a entidades internacionales expertas en gestión de portafolios.

En el caso de Colombia y Chile, de acuerdo a ley, la inversión de los recursos de los Fondos debe necesariamente realizarse en instrumentos emitidos en el exterior y en moneda extranjera o en instrumentos de deuda pública. El Fondo del Perú maneja la opción de mantener los recursos del FEF en el Banco Central de Reserva del Perú, con lo cual está dentro de las Reservas Internacionales.

La figura legal mediante la cual los Bancos Centrales de Colombia y Chile realizan la administración del Fondo es un fideicomiso que mantiene los recursos fuera de las Reservas Internacionales.



En ambos casos, cuando el Banco Central toma la posición de administrador del Fondo de Estabilización debe comunicar periódicamente a los titulares acerca de la gestión de los recursos y el cumplimiento de la estrategia planteada.

Chile ha planteado una estrategia de inversión que prioriza en instrumentos de alta calidad y bajo riesgo, con un perfil conservador pero diversificado, principalmente posicionado en bonos soberanos de 3 países: EEUU, Alemania y Japón lo que le ha permitido mantener una rentabilidad anualizada desde el inicio de 3,49% en dólares estadounidenses. El Fondo de Colombia con algo más de año y medio de gestión ya mantiene una posición total en títulos emitidos en el exterior y en deuda pública colombiana con un rendimiento total de 0,54% anual. En el caso del Perú, el total de los recursos del FEF se encuentra depositado en el Banco Central de Reserva en dólares estadounidenses y en los últimos 5 años su rendimiento promedio anual ha sido de 0,2% y en los últimos dos años ha sido de 0,1%.

La duración promedio del FEES de Chile al cierre de junio es de 4,7 años, del FAE de Colombia es de 1,0 años mientras que en el caso del FEF del Perú al cierre de octubre es de 0,4 años.

#### 4.4. Recomendaciones

El artículo 6 de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal genera cierta limitación sobre la actuación del Directorio del FEF en la elección de una estrategia de inversión, ya que de acuerdo a esta, los recursos deben ser depositados en el BCRP y si en caso la inversión se realiza fuera entonces debe seguir criterios similares a los que utiliza el BCRP para la gestión de las Reservas Internacionales. Bajo este enfoque, y de acuerdo al artículo 10 del Reglamento de la Ley en cuestión que determina como función del Directorio del FEF elegir las instituciones donde se realizarán los depósitos del Fondo, el Directorio queda limitado en su elección ya que un depósito en el país definitivamente se realizará en el BCRP y si es que se realiza alguna inversión fuera deberá haber una consulta previa al BCRP, para seguir los criterios de las reservas internacionales cuyo objetivo es distinto y por tanto su gestión también. Por tanto es importante modificar el artículo 6 de la Ley en mención para que la función del Directorio como órgano encargado de la estrategia tenga mayor flexibilidad para tomar las decisiones de inversión. Esta flexibilización debe ir acompañada de la ampliación de las funciones otorgadas al Directorio del FEF en el artículo 10 del Reglamento para que la gestión de los recursos del Fondo pueda acomodarse a las variaciones que se generen en el mercado.

Es importante tomar en consideración la inclusión de órganos de apoyo y asesoría para la gestión de los recursos del FEF, tal y como se realiza en otros países, principalmente para el establecimiento y seguimiento de la estrategia de



inversión, así como también la elaboración de informes que avalen y refuercen las decisiones que se tomen en el Directorio en donde el BCRP no debería tener voto.

En la misma línea de la recomendación anterior, la estructura de funciones para el manejo de Fondos de tal envergadura debe ser más segregada, en línea con las mejores prácticas internacionales y la evidencia de los dos países analizados, dividiendo las funciones del ente encargado de la estrategia de inversión (apoyado en un grupo asesor) que además debería supervisar el cumplimiento de la misma y el ente encargado de la administración, de esta forma se lograría una mayor eficiencia en el manejo de los recursos del Fondo.

La administración del FEF por parte del BCRP en la forma de un Fideicomiso es una alternativa que se debería plantear ya que como muestra la experiencia internacional, mejora las actividades de vigilancia e información sobre la gestión de los recursos y sobre todo independiza la política de inversión y no interfiere con la autonomía del BCRP. En tal escenario, el Directorio del FEF debería prescindir del Presidente del BCRP como miembro con voto por el conflicto de intereses que se generaría.

Es importante incluir un artículo en la Ley que especifique el canal operativo para situaciones de desahorro en caso de emergencia nacional, que le brinde mayor discrecionalidad al Ministerio de Economía y Finanzas para la toma de acciones en esa situación. El inciso b del artículo 8 de la Ley establece que se puede usar el FEF en los casos de excepción mencionados en el artículo 5. El artículo 5 se refiere a causales para la desactivación temporal de las reglas fiscales, siendo una de las causales una emergencia nacional, y presenta el canal operativo para su aprobación; se desprende de esto que, una vez que el Congreso apruebe la situación de emergencia entonces también se podría hacer uso del FEF sin embargo esto no es explícito.

Entre los usos del FEF se debería incluir en la Ley, el pago de la deuda como una opción en caso de déficit fiscal tal como se hace en otros países además de la posibilidad de recomprarla o revenderla para tener más flexibilidad. La Ley en el artículo 7 menciona que cuando el ahorro acumulado del FEF sea mayor a 4% con respecto al PBI, tal exceso deberá destinarse a reducir la deuda pública. Si el FEF acumula recursos a partir de la generación de superávits fiscales entonces es poco probable que el FEF sobrepase el límite establecido en condiciones adversas para la economía de la República por tanto el pago de la deuda con recursos del exceso del FEF no necesariamente sería la mejor alternativa bajo esas condiciones de mercado. Si por el contrario, el Perú se enfrentará a una crisis económica que encareciera el costo de la deuda entonces sería importante contar con la opción, más no la obligación, de usar parte de los recursos del Fondo sin tener que recurrir a nuevos préstamos.

En el corto plazo es importante diversificar los recursos del Fondo que actualmente se mantienen excesivamente concentrados en dólares estadounidenses en el Banco Central de Reserva en forma de depósitos a plazo con rentabilidades que no cubren su valor real. Tal diversificación debería priorizar en instrumentos de buena calidad crediticia y alta liquidez. En un primer momento se podrían realizar depósitos en monedas extranjeras distintas al dólar estadounidense, explícitamente en euros, yenes, francos suizos, libras, dólares canadienses, etc. Además se debería incrementar la duración promedio del portafolio del Fondo de tal manera que se encuentre mejor alineada con el objetivo del FEF.



## 5. BIBLIOGRAFIA

AL-HASSAN Abdullah y otros. Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. Fondo Monetario Internacional. Documento de trabajo. 2013. 34p.

Decreto Fuerza Ley N°1. CHILE. Creación del Fondo Económico y Social de Chile. Ministerio de Hacienda de Chile, Santiago de Chile, Chile, diciembre de 2006. 3p.

Decreto N°1.383. CHILE. Designan al Banco Central como agente fiscal de Chile. Ministerio de Hacienda de Chile, Santiago de Chile, Chile, diciembre de 2006. 3p.

Decreto N°1076. COLOMBIA. Reglamento de administración del Fondo de Ahorro y Estabilización del Sistema General de Regalías. Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Bogotá, Colombia, mayo de 2012. 8p.

Decreto Supremo N° 039-200. PERÚ. Reglamento de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal. Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Lima, Perú, diciembre de 2001. 8p.

ESPINOZA Irene. El papel de la programación financiera dentro de una administración activa de caja. Fondo Monetario Internacional. II Seminario latinoamericano sobre gestión de tesorerías públicas 2011. 7p.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001. 2001. 227p.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Principios de Santiago. Grupo Internacional de Trabajo de Fondos Soberanos. Washington, Estados Unidos, septiembre de 2008. 12p.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Reporte de Estabilidad Financiera Global de abril 2012. Washington, Estados Unidos, abril del 2012. 192p.

GOBIERNO DE LA REPÚBLICA DE MÉXICO. Plan Nacional de Desarrollo 2013-2018. Distrito Federal, México, 2013. 183p.

INSTITUTO SONORENSE DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA. Evaluación de procesos: Administración de los Fondos Federales y Valores de Propiedad y/o Custodia del Gobierno Federal. Informe de evaluación, Distrito Federal, México, abril de 2012. 36p.

KOC Fatos. Sovereign Asset and Liability Management Framework for DMOs: What Do Country Experiences Suggest. UNCTAD. 2014. 68p.

Ley N° 09.04.2012. MEXICO. Ley de Servicio de Tesorería de la Federación. Secretaria de Hacienda y Crédito Público, Distrito Federal, México, abril de 2012. 36p.

Ley N° 20.128. CHILE. Ley sobre responsabilidad fiscal. Ministerio de Hacienda de Chile, Santiago de Chile, Chile, septiembre de 2006. 14p.

Ley N° 27245. PERÚ. Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal. Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Lima, Perú, diciembre de 1999. 6p.

Ley N° 30115. PERÚ. Ley de Equilibrio Financiero del Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2014. Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Lima, Perú, diciembre de 2013. 6p.

LIENERT Ian. Modernización de la gestión de caja. Fondo Monetario Internacional. Notas técnicas y manuales. 2009. 26p.

MARCEL, Mario y Alejandra VEGA. Los fondos soberanos y la política fiscal en Chile 2006 - 2010. CEPLAN. Documento de trabajo. 2010. 44p.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS DEL PERÚ. Directiva de Tesorería 01-2007. Dirección de Endeudamiento y Tesoro Público. Lima, Perú, enero de 2007. 42p.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS DEL PERÚ. Estrategia de gestión global de activos y pasivos 2013 – 2016. Lima, Perú, abril de 2013. 46p.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS DEL PERÚ. Estrategia de gestión global de activos y pasivos 2014 – 2017. Lima, Perú, mayo de 2014. 93p.

MINISTERIO DE HACIENDA DE CHILE. Informe anual de fondos soberanos 2013. Santiago de Chile, Chile, marzo del 2014. 152p.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO DE COLOMBIA. Informe de desempeño cuarto trimestre 2013 del FAE. Bogotá, Colombia, marzo del 2014. 14p.

PARRADO Eric. Gobernanza y gestión de fondos soberanos: La experiencia chilena y los principios de Santiago. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la fundación N°43. 2013. 10p.



PATTANAYAK, Sailendra y Israel FAINBOIM. La Cuenta Única de Tesorería: Una herramienta esencial para la gestión de tesorería del gobierno. Fondo Monetario Internacional. Notas técnicas y manuales. 2011. 25p.

PESSOA, Mario y Mike WILLIAMS. Gestión de caja gubernamental: Relación entre el Tesoro y el Banco Central. Fondo Monetario Internacional. Notas técnicas y manuales. 2012. 28p.

STORKEY Ian. Government Cash and Treasury Management Reform, Banco de Desarrollo de Asia, Governance Brief N°7. 003. 10p.

SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADUANAS Y ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA DEL PERÚ. Código Tributario. Lima, Perú, junio de 2013. 223p.

WILLIAMS Mike. Gestión de tesorería gubernamental: Su interacción con otras políticas financieras. Fondo Monetario Internacional. Notas técnicas y manuales. 2010. 32p.

WILLIAMS Mike. Government Cash Management: Good and Bad Practice. Fondo Monetario Internacional. Notas técnicas internas. 2010. 32p.